Cotutelle internationale de thèse

Université de Neuchâtel
Faculté des lettres et sciences humaines
Institut de Sociologie
Doctorat en sciences humaines et sociales

Institut d'études politiques de Paris
École de la recherche de Sciences Po
Centre de sociologie des organisations
Doctorat en sociologie

De la vertu du commerce au commerce des vertus

Sociologie de l'impact investing à Genève et de sa moralité marchande

Noé Kabouche

Thèse dirigée par :

Philip Balsiger, Professeur ordinaire
Sophie Dubuisson-Quellier, Directrice de recherche au CNRS

Soutenance le 26 septembre 2024

Jury :

M. Philip Balsiger, Professeur ordinaire, Université de Neuchâtel, Institut de sociologie (co-directeur)
M. Felix Bühlmann, Professeur associé, Université de Lausanne, ISS
Mme Eve Chiapello, Directrice d'études, EHESS, CEMS (rapporteuse)
Mme Sophie Dubuisson-Quellier, Directrice de recherche, CNRS, Sciences Po, CSO (co-directrice)
Mme Ellen Hertz, Professeure ordinaire, Université de Neuchâtel, Institut d'ethnologie
Mme Elise Penalva-Icher, Professeure des universités, Université Paris-Dauphine, PSL, IRISSO (rapporteuse)

Résumé

Cette thèse étudie l'impact investing, une catégorie de la « finance durable » mettant en œuvre des pratiques financières visant la réalisation d'impacts environnementaux ou sociaux positifs, objectivables et mesurables. À partir du cas genevois, ce travail questionne le paradoxe entre les ambitions supposément révolutionnaires du mouvement et son ancrage dans les catégories de la finance conventionnelle. L'enquête s'appuie sur une cinquantaine d'entretiens réalisés auprès d'acteurs majeurs de la finance d'impact à Genève. Cette approche est complétée par une analyse des documents produits par les principales organisations du champ, ainsi que par des statistiques sur une base de données d'acteurs de ces mêmes organisations. En combinant trois niveaux d'analyse, cette recherche examine le fort ancrage de l'impact investing genevois dans l'espace endogène de la finance conventionnelle de la ville. Le premier chapitre montre que l'impact investing à Genève a émergé comme un sous-champ de la finance traditionnelle de la ville, et note le rôle joué par les acteurs dominants de cet espace. Le second chapitre montre que cette émergence endogène entretient et structure des moralités et pratiques d'investissement diverses et permissives dans le champ. Enfin, le chapitre trois fait le lien entre les moralités qui équipent les pratiques du champ, et les individus qui les portent. Ces différents niveaux d'analyse mettent en évidence un mode de moralisation marchande à dominante endogène. Sur la base de ce résultat, la thèse discute la dimension opportuniste et commerciale des moralités à l'œuvre, ainsi que la portée potentiellement faible de ces initiatives.

Mots-clés : finance durable, marchés moralisés, champs, endogénéité

Abstract

This thesis studies 'impact investing', a category belonging to the 'sustainable finance' trend, which uses financial practices aiming to generate both objectifiable and measurable environmental and social impacts. Through the Geneva case, this work questions the paradox between the supposed revolutionary endeavor of the movement and its close relationship with conventional finance. This study relies on around fifty interviews with key actors of Geneva's impact investing field. This perspective is completed by observations, an analysis of the documents supplied by the field's main institutions and statistical analyses performed on a database regrouping actors from these organizations. Using three analytical levels, this research studies how impact investing is anchored in Geneva's conventional finance. The first chapter shows that impact investing emerged as a subfield of the city's traditional finance field, and highlights the role played by its dominant figures. The second chapter shows that this endogenous emergence sustains diverse and permissive investment moralities and practices. The third chapter lies at the junction between the moralities that structure the field's practices, and the individuals who handle them. These various analytical levels showcase an endogenous form of market moralization. Based on this result, this thesis reveals the exploitative and commercial dimension of these moralities and reflects on the potentially weak range of these initiatives.

Keywords: sustainable finance, moralized markets, fields, endogeneity

Remerciements / *Acknowledgements*

En tout premier lieu, je tiens à remercier mes directeurs de thèse, Philip Balsiger et Sophie Dubuisson-Quellier. Merci à tous les deux pour la supervision de grande qualité que vous m'avez offerte, et pour la coopération dont vous avez fait preuve tout au long de mon doctorat. En particulier, je voudrais saluer la grande complémentarité de vos approches qui m'a permis de ne jamais me sentir isolé dans mon travail. Merci Philip pour le soutien quotidien que tu m'as apporté. Merci de m'avoir aussi rapidement introduit dans le monde de la recherche, de m'avoir encouragé à participer aux événements scientifiques internationaux, de m'avoir formé à l'écriture scientifique collaborative, et, surtout, de m'avoir soutenu dans toutes mes tentatives théoriques et intuitions—pas toujours tout à fait formées. Grâce à tes conseils, j'ai appris à les canaliser, les utiliser à bon escient, mais aussi à leur faire confiance. Merci Sophie pour ton soutien et ta disponibilité sans faille depuis maintenant près de sept ans, durant lesquels tu m'as mis le pied à l'étrier en supervisant mon mémoire de master, puis guidé jusqu'à la fin de l'écriture de ce manuscrit. Je te suis profondément reconnaissant pour la rigueur que tu m'as enseignée tout au long de ces années et pour la prudence scientifique que tu m'as inculquée, qui m'est et me sera précieuse tout au long de ma carrière.

Je souhaite également adresser de chaleureux remerciements aux quatre autres membres de mon jury de thèse : Felix Bühlmann, Eve Chiapello, Ellen Hertz et Elise Penalva-Icher. J'insiste notamment sur la grande valeur de leur lecture très fine de mon travail, qui m'a permis d'y apporter des améliorations bienvenues entre le colloque privé et la soutenance de thèse. Sur le plan théorique comme empirique, sur le fond et sur la forme, leurs remarques ont pour moi été l'occasion de mieux affiner le propos de cette recherche et de clarifier ses arguments principaux.

Ce travail doctoral est également nourri des nombreuses interactions que j'ai eues avec mes collègues au sein des universités qui m'ont accueilli. D'abord, merci à Daniel Burnier, camarade de bureau et excellent coéquipier sur le projet de recherche qui m'a permis d'écrire cette thèse. Merci pour toutes ces conversations qui ont égayé mes journées à l'Institut. Merci à tous mes collègues doctorantes et doctorants, à l'Université de Neuchâtel et à Sciences Po, notamment : Anaïs, Ophélie, Andrei, Livia, Sabrina, Sophie, Marion, Alexandra, Julie, Maël, Vincent, Charlotte. I also would like to thank warmly all of my colleagues who welcomed me to the Department of Accounting, at the London School of Economics and Political Science. In particular, I am grateful to Andrea Mennicken, who supervised me during this one-year visiting stay, to Mike Power, Tommaso Palermo, Michelle van Weeren and the whole AC500 Group. Thank you also to my fellow PhD students, including Éléonore, Kathyayini, Xinyun, Anna, Finia. This research stay was a deeply formative experience in my scientific training and had a significant impact on the theoretical tools used in this thesis. Merci à tous les membres du CSO pour leurs conseils avisés sur mon travail, et en particulier aux responsables du programme doctoral et aux membres de mes différents comités de thèse : Jeanne Lazarus, Patrick Castel, Jérôme Pélisse, Martin Giraudeau, Olivier Pilmis. Thank you to all the researchers I have met in conferences, and more specifically to those who took part in the conference on impact investing we organized in September 2022 in Neuchâtel, that will soon give birth to a great volume compiling our various approaches to this

intriguing object. I also would like to thank Philipp Golka, with whom we fruitfully collaborated on a comparative paper—I really enjoyed this writing experience.

J'aimerais aussi remercier tous les personnels administratifs des institutions au sein desquelles j'ai pu travailler, notamment Christelle Chittani et Carine Boutillier, qui m'ont toujours accompagné dans les différentes démarches que j'ai dû accomplir au cours de ces cinq ans. Merci également au Fonds national suisse, qui m'a apporté les ressources matérielles nécessaires à la réalisation de mon travail et m'a permis d'effectuer cette mobilité doctorale à LSE qui s'est révélée extrêmement fructueuse.

Enfin, merci à mon entourage proche, celui qui m'a soutenu avec constance durant ces années de doctorat. Merci d'abord à Mathilde, qui partage mon quotidien depuis le tout début de cette thèse, toujours proche, malgré parfois la distance. Tu sais le rôle que tu as joué dans ma vie depuis cinq ans, en plus d'être une excellente relectrice. Merci à mes parents, Françoise et Mano, qui ont toujours eu confiance en moi durant tout mon parcours, qui m'ont toujours écouté, et accueilli à la montagne pour me ressourcer entre deux conférences. Merci également à Stéphane Beaud, leur ami de longue date, qui m'a indirectement, depuis l'école primaire, insufflé cette passion qui est aujourd'hui mon métier. Je suis également reconnaissant envers Pascal et Odile, qui m'ont soutenu et chaleureusement accueilli notamment pendant le premier confinement—et à bien d'autres occasions. Merci à mes amis et amies, que j'ai pu voir de temps à autres, malgré cette vie très nomade qui fut la mienne pendant ces cinq années. Thank you to Alfie, whom I met in London et merci à celles et ceux que je vois dès que je passe par Paris : Aurélie, pour ces nombreuses soirées à l'Imprévu, Grégoire, Caroline, Mathilde, ainsi qu'Émilie et Serena pour leur précieuse expertise quantitative sur mon troisième chapitre.

Table des matières

PARTIE INTRODUCTIVE 13

REVUE DE LA LITTERATURE 23
I. Moralisation et marchés 23
La sociologie économique : des valuation studies à la question des frontières des marchés 26
Les social movement studies : l'étude des interactions entre marché et entrepreneurs de morale 27
Les organization studies : moralisation des marchés et formes organisationnelles 29
Conclusion : moralisation des marchés, endogénéité et exogénéité 31
II. Finance et marchés moraux 36
III. Le cas de l'impact investing 41
IV. Questions de recherche et angles d'analyse 49
L'ENQUETE 51
I. Le cas : l'impact investing à Genève 51
II. Processus d'enquête 53
III. Rapport au terrain et difficultés rencontrées 55
Accès aux entretiens 55
Position de l'enquêteur et déroulement des interactions 56
IV. Collecte, traitement et analyse des données 58
V. Arguments et organisation de la thèse 61

PARTIE EMPIRIQUE 63

CHAPITRE 1 — L'EMERGENCE ET LA CONSTITUTION DU CHAMP DE L'IMPACT INVESTING GENEVOIS ET LA CENTRALITE DE SES MECANISMES ENDOGENES 65
I. Propos introductif : cadrage théorique du chapitre 1 et focale de l'analyse 65
Le « champ » : la portée explicative d'un concept protéiforme 66
Bourdieu et les champs, une approche insuffisamment située et dynamique pour notre cas 68
Le néo-institutionnalisme et le risque d'une conception trop restreinte de l'action sociale 69
Les vertus de la théorie des champs de Fligstein & McAdam, et ses angles morts 71
II. La place financière genevoise et l'émergence de la microfinance commerciale 76
a. La finance genevoise et ses banques privées, prémisses de la microfinance commerciale 77
i. Les structures du système bancaire suisse : entre local et global 79
ii. Les banques privées : entre tradition, longévité, confiance et désintéressement 81
iii. Les banques privées et la finance genevoise : des élites bancaires ancrées et des réseaux familiaux endogènes 85
b. Les débuts de la finance durable : la microfinance, racine de l'impact investing à Genève 91
i. De la microfinance à la microfinance commerciale 92
ii. La microfinance commerciale et son implantation genevoise 94
1. De l'hybridation des champs à l'importance des mécanismes endogènes 95
2. Le rôle pivot des *skilled social actors* dans l'émergence de la microfinance genevoise 98
Philip Schneider et la CNUCED : du monde du développement au sein du noyau dur de la finance genevoise 99
L'intégration de la microfinance dans la finance genevoise : le rôle déterminant des acteurs financiers 106
3. Les banques privées et réseaux traditionnels de la place financière genevoise : les bases de la structuration endogène de la microfinance 110
Les banques privées et leurs ressources : conditions initiales de l'émergence de Green Lotus 111
Des institutions aux individus 116
4. De Green Lotus à la constitution d'un proto-champ ? Entre expansion et préservation de l'endogénéité 120
iii. Bilan de l'implantation de la microfinance commerciale à Genève : une émergence menée par les *incumbents* 124
1. Gommer son extériorité 126

2. Les mécanismes de « tuilage » ... 128
Un tuilage au niveau des organisations ... 129
Un tuilage au niveau individuel ... 131
III. L'émergence d'un champ de l'impact investing à Genève ... 133
a. De la microfinance à l'impact investing ... 133
i. Les crises de légitimité de la (micro)finance ... 134
La crise financière de 2008 et la nécessité de « s'adapter » ... 134
La crise de la microfinance, le retour de flammes de l'inclusion financière ... 135
i. La réaction aux chocs exogènes : *« comment un nom s'impose »* ... 139
ii. Les mécanismes structurels et endogènes de la transition ... 142
1. Une relabellisation commerciale, fruit de l'endogénéité du champ financier genevois ... 142
2. *« Beyond microfinance »* : les schismes et recompositions au sein de l'espace de la microfinance genevoise, second moteur de l'expansion d'un champ de l'impact investing ... 145
Lime, le rejeton involontaire de Green Lotus ... 145
Transform : après l'inventaire de la microfinance commerciale, l'appel du changement ... 148
Regenae, la rupture « militante » ou un énième incumbent ? ... 153
b. Conséquences : de l'élargissement du *field frame*, à la diversification du champ ... 154
i. De nouveaux acteurs et de nouvelles interprétations du concept ... 156
Élargissement du field frame et nouveaux arrivants ... 156
La manipulation aisée d'un frame élargi ... 160
ii. Interdépendances, coopération et maintien de l'endogénéité ... 164
IV. Conclusion : la stabilisation du champ et de son endogénéité ... 168
Une endogénéité financière entretenue par des acteurs non-praticiens ? L'exemple de Sustainable Finance Geneva et de l'ONU ... 169
Des mécanismes stabilisant le champ et son endogénéité ... 174
CHAPITRE 2 — DES PRATIQUES AUX MORALITES ... 177
I. Introduction ... 177
II. De la structuration endogène du champ à ses conventions de qualité ... 181
a. Un espace des pratiques diversifié ... 182
Le pôle « microfinance » : entre pratiques financières classiques et les thèmes du développement ... 185
Le pôle « marchés émergents » : l'héritier de la microfinance ... 187
Le pôle environnemental : nouveaux enjeux et nouvelles pratiques ... 190
Le pôle mainstream et la « dilution » de l'impact ... 193
Conclusion : à Genève, un espace des pratiques diversifié mais fluide ... 199
b. D'un espace des pratiques hétérogène et fluide à des moralités variables ... 202
i. Cadrage moral et objectifs des investissements : des rapports variés aux bénéficiaires, mais une même croyance dans l'efficacité du marché ... 205
Microfinance et marchés émergents : venir en aide aux populations défavorisées ... 205
L'impact investing « environnemental » : régénération, circularité, et harmonie ... 208
L'impact investing mainstream : l'impact de l'investisseur ? ... 210
Expliquer la diversité des moralités idiosyncrasiques ... 212
ii. Privé ou listé ? Les fractures morales entre les classes d'actifs ... 214
Privé vs listé — Rendement, risque, impact : des philosophies d'investissement différentes ... 215
Le temps court, le temps long : deux approches de l'engagement par l'impact investing ... 218
Qui financer ? L'enjeu du statut des entreprises bénéficiaires ... 221
Des fractures, mais une faible volonté de prescription ... 222
iii. Conclusion : d'une variété de conventions de qualité, aux raisons de son maintien ... 223
III. La mesure des impacts, infrastructure des moralités variables et des conventions de qualité ... 230
a. La mesure d'impact, enjeu constitutif et distinctif du mouvement de l'impact investing ... 231
b. La mesure d'impact à Genève : une diversité d'approches correspondant à la diversité de l'espace des pratiques ... 235
c. Une diversité permise par un cadre régulatoire peu contraignant ... 238
d. De la diversité des conceptions de l'impact et de son objectivation par la mesure, à la distribution des moralités ... 242
Les racines techniques de la diversité de la mesure d'impact : la mesure comme processus comptable ... 244
i. La difficulté de l'action à distance et la qualité des données de premier ordre récoltées ... 248

Avant l'investissement, des pré-évaluations complexes aux méthodes et objectifs variables 252
Le monitoring ... 260
ii. Les mesures de second ordre et la délimitation de l'objet « impact » ... 265
La diversité des mesures de second ordre ... 266
Le concept d'impact : un désalignement entre promesses et mises en œuvre ? ... 281
iii. Le *reporting* auprès des investisseurs : prouver un impact mis en calcul de manière flottante 290
Reporter l'impact, pour qui ? ... 291
Reporter, raconter, ou divertir ? ... 293
e. Une mise en calcul permissive au service d'une variété de conventions de qualité ... 300
IV. Conclusion ... *302*
CHAPITRE 3 — DU MARCHE MORALISE A LA MORALITE DE SES PARTICIPANTS ... 305
I. Introduction ... *305*
II. L'impact investing à Genève, un champ mixte ou des trajectoires individuellement mixtes ? ... *306*
a. Du discours sur la *« croisée des mondes »* à des parcours composites ... 306
b. Approche mixte ... 309
Méthodologie de la base de données ... 310
c. Des parcours financiers parsemés d'expériences extra-financières ? ... 322
Statistiques descriptives univariées ... 322
Analyse factorielle ... 327
Statistiques descriptives bivariées ... 336
Conclusion : des parcours divers mais un cadrage orthodoxe ... 339
III. Parcours et dispositions individuels : de l'acquisition d'un « éthos pondérateur » à une moralité individuelle dépolitisée ... *341*
a. Les socialisations douces des « professionnels de la vertu » : la finance orthodoxe comme substrat ... 342
La socialisation scolaire : découvrir l'impact investing à Wharton ou à l'ESCP ... 344
Les aléas de l'expérience professionnelle : la finance vertueuse à BNP Paribas et UBS ... 346
L'expérience d'une réalisation : de l'épiphanie du voyage humanitaire aux désillusions du métier ... 347
Un éthos pondérateur inversé ? Quelques profils hétérodoxes qui ont migré vers la finance ... 349
b. De l'éthos pondérateur aux moralités marchandes dépolitisées ... 350
Les structures d'une moralité dépolitisée ... 351
Conclusion : de la moralité dépolitisée aux moralités fragmentées et permissives de l'espace des pratiques ... 356
IV. Quelle variété des profils pour quelle variété des pratiques dans le champ ? Les dynamiques d'un marché moralisé ... *359*
a. Les dynamiques observables sur le plan factoriel : un pôle ONG qui semble se détacher, mais des profils peu différenciés ... 360
b. Le rôle des dynamiques temporelles et de la professionnalisation du champ ... 362
Des profils uniformément orthodoxes, résultat d'un processus de professionnalisation ... 362
La professionnalisation et ses implications stratégiques différenciées ... 365
V. Conclusion ... *370*

CONCLUSION ... 373

Identifier les mécanismes mésosociaux de la moralisation d'un marché ... 375
Explorer la dimension endogène d'une moralisation marchande ... 376
Déplier les conditions et modalités d'une moralisation marchande à dominante endogène ... 376
Analyser systémiquement un phénomène de moralisation marchande interne ... 379
Limites et futures recherches possibles ... 381
Conséquences : discuter le rôle et les structures autonomes des marchés moraux de la finance ... 382

ANNEXES ... 387

Annexe 1 : tableau des interviewés ... 387
Annexe 2 : aide-mémoire sur les huit organisations du cas d'étude ... 389

Annexe 3 : statistiques descriptives générales 394
Annexe 4 : ACM avec imputation des valeurs manquantes pour EDU_FINANCE 395
Annexe 5 : contributions des modalités (%) aux axes de l'ACM 396
Annexe 6 : tris croisés supplémentaires 397

BIBLIOGRAPHIE 399

Sommaire des figures

Figure 1 — Liens familiaux des associés Pictet, issu de : Mach et Araujo, 2018, p. 50-51 89
Figure 2 — La croissance numérique de l'industrie de la microfinance, issu de : Mader, 2015, p. 57 93
Figure 3 — Extraits de la vidéo « Good News », 1996 103
Figure 4 — Liens économiques et institutionnels de Green Lotus 115
Figure 5 — Conséquences systémiques de la crise de la microfinance à Andhra Pradesh (Breza et Kinnan, 2021, fig. 2) 138
Figure 6 — Cartographie des acteurs économiques en "finance durable", site web de Sustainable Finance Geneva 162
Figure 7 — Tableau qui nous a été envoyé par la direction de Steelax pour résumer les objectifs initiaux de l'entreprise 188
Figure 8 — Extrait du rapport trimestriel d'un fonds de Transform 188
Figure 9 — Extraits du flyer de Transform destiné aux potentiels bénéficiaires d'investissements 189
Figure 10 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (1/2) 191
Figure 11 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (2/2) 192
Figure 12 — Présentation d'une entreprise bénéficiaire des investissements conduits par Steelax, site web, 2023 193
Figure 13 — Extrait d'un rapport d'Harmony et du Secrétariat suisse des affaires économiques (SECO), 2019 195
Figure 14 — Extrait du rapport semi-annuel d'un fonds d'Hecate, présentant une partie des entreprises investees 197
Figure 15 — Répartition des investissements d'un fonds Richters-Green Lotus en listed debt, selon le secteur d'activité des entreprises bénéficiaires, site web de Green Lotus, 2023 198
Figure 16 — Répartition des investissements d'un fonds Richters-Green Lotus en listed debt, selon la localisation des entreprises bénéficiaires, site web de Green Lotus, 2023 199
Figure 17 — Indicateur de risque d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la factsheet officielle 217
Figure 18 — Structure d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la factsheet officielle 218
Figure 19 — Caractéristiques d'un fonds de Steelax, site web de Steelax 219
Figure 20 — Extrait du document « Core Characteristics of Impact Investing », GIIN 233
Figure 21 — Extrait du rapport d'impact 2017 de Lime 236
Figure 22 — Extrait du rapport d'impact 2019-2020 de Green Lotus, focus sur les impacts environnementaux 237
Figure 23 — Extrait du rapport d'impact 2021 d'Hecate, focus sur un fonds de public equity 238
Figure 24 — L'action à distance, par les inscriptions, des asset managers sur les pratiques de leurs investees établit des territoires de comptabilité d'impact. Schéma inspiré de Latour (2015) et Robson (1992) 250
Figure 25 — Exemple : déroulement-type du processus d'investissement chez Steelax, issu d'un document présentant l'impact framework de l'entreprise, 2022 251
Figure 26 — Théorie du changement de Regenae, issu d'un rapport d'impact de l'entreprise, 2020 253
Figure 27 — Exemple de données collectées par Harmony auprès d'un potentiel investee en phase de due-diligence 258
Figure 28 — Exemple d'un score de social responsability attribué par Harmony à un potentiel investee en phase de due diligence 259
Figure 29 — Schéma du processus d'investissement chez Hecate, issu du site web de l'entreprise 260
Figure 30 — Extrait d'un rapport d'Harmony sur la méthodologie de mesure des impacts, 2017 263
Figure 31 — Exemples de mesures d'outreach/output produites par des asset managers genevois, issues de sites web (en haut, Omnis ; en bas, Steelax) 268
Figure 32 — Exemples de mesure d'outcomes théoriques, issus de rapports d'impacts/de rapports de mesure d'impacts (en haut, Transform ; en bas, Lime). 268
Figure 33 — En haut : objectifs d'impact (au centre) et KPIs (vers l'extérieur) de Regenae, issu d'un rapport d'impact, 2020. En bas : thèmes d'impact (au centre) et sous-catégories (vers l'extérieur) de Steelax, issu d'un document sur l'impact framework, 2022 270
Figure 34 — Exemple d'un scoring d'impact d'un investee de Regenae, issu d'un rapport d'impact, 2020 271
Figure 35 — Figures issues du disclosure statement de Steelax sur sa mesure d'impact et d'un rapport d'impact, 2022 272
Figure 36 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019 273
Figure 37 — Figure issue d'un rapport d'impact d'un fonds d'Hecate, 2021 274
Figure 38 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019 277
Figure 39 — Les 17 SDGs 277
Figure 40 — Principes de l'IFC (Operating principles for impact management—OPIM) 280
Figure 41 — Différences entre input, output, outcome et impact, issu de slides fournies par Gérard Boyer 282
Figure 42 — Visuel issu de la déclaration OPIM de Green Lotus, 2021 284
Figure 43 — Extrait du rapport d'impact d'Harmony, 2021 287
Figure 44 — Données d'impact d'un fonds d'Hecate, issu d'un rapport mensuel de fonds, 2023 294
Figure 45 — Exemple de visuels tirés de rapports d'impact (Regenae, Harmony, Green Lotus) 296
Figure 46 — Extrait d'un rapport d'impact de Steelax, 2022 297
Figure 47 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (1/2) 297
Figure 48 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (2/2) 298
Figure 49 — Résumé de l'argument 308
Figure 50 — Domination des parcours orthodoxes 324

Figure 51 — Présence de composantes hétérodoxes dans les parcours 326
Figure 52 — Valeurs propres et inertie cumulée, axes 1 à 6 328
Figure 53 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives 329
Figure 54 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, observations 334
Figure 55 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives et supplémentaires 335
Figure 56 — Résumé de l'argument, complété 358
Figure 57 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives et supplémentaires, avec organisations 361
Figure 58 — Logique de l'argument général de la thèse 381

Sommaire des tableaux

Tableau 1 — Observer les moralités au prisme des conventions de qualité. Tableau inspiré par Chiapello et Knoll (2020b) 180
Tableau 2 — Affinité des entreprises avec chacun des pôles identifiés 200
Tableau 3 — Identification des conventions de qualité 224
Tableau 4 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent 230
Tableau 5 — Des pôles de pratiques ancrés dans des approches comptables qui leur sont propres 301
Tableau 6 — Conventions de qualité, tableau complété 302
Tableau 7 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent. Complété après analyse des comptabilités d'impact 303
Tableau 8 — Contribution des modalités (%), axes 1 et 2, emphase ajoutée sur les valeurs élevées 330
Tableaux 9 — Existence de profils ultra-orthodoxes 338
Tableaux 10 — Un passage obligatoire par la finance conventionnelle ? 339

Partie introductive

> "There are moments in history when the needs of an age prompt lasting, positive innovation in finance—from ideas as big as the invention of money, to the creation of new institutions such as banks and insurance firms, to the development of new products and services such as mortgages, pensions, and mutual funds."[1] (Monitor Institute, 2009, p. 5)

C'est par ces mots ambitieux que le premier document public présentant les objectifs de l'impact investing désigne l'émergence de cette pratique. Au-delà d'une simple diversification de l'offre d'investissement, elle serait une innovation aussi centrale et marquante que les plus grandes inventions qui ont marqué l'économie. À quoi renvoie alors cette pratique dont les promoteurs vantent tant le caractère supposément révolutionnaire ?

What's in a name?[2]

L'impact investing (ou investissement à impact, en français[3]) est un terme qui a été inventé en 2007, lors d'une réunion organisée par la Fondation Rockefeller, au centre Bellagio, en Italie (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Réunissant quelques dizaines d'investisseurs actifs dans (ou intéressés par) la finance dite durable (sociale et/ou environnementale), cet événement visait à développer une pratique financière censée prendre en charge les grands problèmes de notre temps, à mesurer ses impacts positifs, tout en générant des retours sur investissement. Sur son site *web*, le GIIN (Global Impact Investing Network), principale organisation mondiale de soutien au développement de l'impact investing dès le lancement de l'initiative, en 2009, définit cette pratique ainsi :

> "Impact investments are investments made with the intention to generate positive, measurable social and environmental impact alongside a financial return." (Site web du GIIN[4])

Bien entendu, l'impact investing n'est pas la première initiative financière visant ce type d'objectifs, mais ses créateurs, en l'occurrence la Fondation Rockefeller et le GIIN, la différencient des précédentes : d'une part, alors que les investissements socialement responsables (ISR) reviendraient à exclure les investissements dans des entreprises réalisant des impacts négatifs, l'impact investing consisterait à choisir activement des entreprises aux impacts positifs et à mettre en place des méthodologies sophistiquées pour montrer et objectiver ces impacts[5]. D'autre part, l'impact

---

[1] "Investing for Social and Environmental Impact", Monitor Institute, 2009, p. 5.
[2] Nous empruntons cette formule à Anna Katharina Höchstädter & Barbara Scheck (2014), à Anthony Bugg-Levine & Jed Emerson (2011)—ainsi que, de manière plus évidente encore, à William Shakespeare.
[3] Dans l'ensemble de la thèse, nous préférerons la formule « impact investing », qui est plus majoritairement utilisée, y compris dans les milieux francophones.
[4] Site web du GIIN : https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/ (dernière consultation le 17.06.2024)
[5] "Investing for Social and Environmental Impact", Monitor Institute, 2009, p. 5.

investing se distinguerait des approches philanthropiques peu soucieuses du rendement financier : en garantissant un retour financier, l'impact investing mobiliserait davantage de capital et permettrait de résoudre des problèmes à *« plus grande échelle »*[6].

Depuis ses balbutiements en 2007, l'impact investing s'est largement répandu et institutionnalisé. Reconnu notamment par les Nations unies, la Banque mondiale et l'OCDE comme un outil important de résolutions des problèmes sociaux et environnementaux actuels (International Finance Corporation, 2019 ; OECD, 2020), il a aussi séduit les plus grandes institutions financières du monde, telles que BlackRock, UBS ou encore Goldman Sachs, qui utilisent le terme pour qualifier certains de leurs produits financiers. Selon les estimations, le marché de l'impact investing représenterait aujourd'hui entre 0,5 et 2% de l'ensemble de la finance mondiale[7], pour un montant d'actifs sous gestion évalué en 2022 par le GIIN à 1,164 trillions de dollars, soit un milliard de milliards[8]. Malgré la faible part qu'elle occupe par rapport à l'ensemble de l'activité financière, l'industrie de l'impact investing semble suivre une croissance rapide, puisque le GIIN évalue à 18% son taux de croissance annuel composé entre 2017 et 2022[9]. Cependant, il faut noter que la production de ces données chiffrées renvoie à des choix méthodologiques forts, dans la mesure où le concept d'impact investing peut inclure une grande variété de formes d'investissements, diversement prises en compte dans les calculs, selon les institutions.

En effet, l'impact investing désigne toutes sortes d'investissements réalisés par des individus, des institutions publiques ou privées, dans des projets ou entreprises, avec l'intention de générer des impacts positifs et mesurés sur l'environnement ou la société. Cette définition large permet de rendre le terme « impact investing » utilisable à travers toutes les classes d'actifs existantes. Le GIIN estime, à partir d'un échantillon de plus de 300 institutions financières, que l'essentiel des investissements à impact ont lieu sur les marchés privés, en prise de participation (26%) et en dette (22%)[10], bien que les marchés listés soient également de plus en plus concernés par la pratique[11]. De plus, la finance d'impact prend place, d'après le GIIN, dans une grande diversité de pays : si la plupart (entre deux tiers et trois quarts) des investisseurs ou gestionnaires d'actifs sont localisés

[6] "Investing for Social and Environmental Impact", Monitor Institute, 2009, p. 5.
[7] GIINsight 2022, GIIN, 2022, p. 1, p. 7.
"Investing for Impact", IFC, 2020
[8] GIINsight 2022, GIIN, 2022, p. 1.
[9] GIINsight 2023, Volume 2, GIIN, 2023, p. 3.
[10] *Ibid*, p. 8.
[11] Nous revenons dans les parties empiriques de la thèse sur l'enjeux de la distinction privé/listé.

dans des pays occidentaux développés, les bénéficiaires de ces investissements (*investees*) sont situés dans les pays du Sud Global et parfois les pays développés.

C'est donc à grande échelle et selon des modalités très variables que l'impact investing s'est déployé dans le monde depuis l'initiative de la Fondation Rockefeller en 2007. Mais malgré son succès auprès même des plus grandes institutions financières internationales, l'impact investing tient en son sein, depuis ses premières théorisations, la promesse de transformer la finance telle qu'elle est pratiquée traditionnellement. Dans le document initial de 2009 définissant les perspectives de la finance d'impact, l'accent est mis à la fois sur l'importance d'atteindre avec cette pratique des institutions financières majeures, et sur le fait d'enclencher une transition de la finance, après ses échecs et ses crises, notamment la crise financière de 2008, souvent prise comme exemple pour justifier la nécessité d'une telle transition[12]. Le public visé est alors celui des investisseurs *« désenchantés par la finance conventionnelle et le capitalisme financier au sens large »*, là où *« l'impact investing peut être plus attractif à leurs yeux que ne le seraient des modèles philanthropiques traditionnels »* [13].

En résumé, nous assistons avec l'impact investing à l'avènement d'une pratique financière protéiforme, à la fois largement ancrée moralement *et* déférente à l'égard des objectifs de profits financiers ; la présidente de la Fondation Rockefeller indiquait à ce titre dans un article du *Financial Times* en 2013 que l'impact investing consiste à *« prospérer, tout en faisant le bien »* (en anglais, *« doing well, by doing good »*)[14]. Dans le même temps, les promoteurs de l'investissement à impact promettent d'enclencher la transition d'une finance qui aurait échoué à plusieurs reprises, notamment en 2008 (Bugg-Levine et Emerson, 2011), et de se démarquer des initiatives précédentes de la finance durable, jugées insuffisamment ambitieuses, notamment sur le plan de la mesure des impacts réalisés. Certains de ses plus grands porte-voix, comme Sir Ronald Cohen, qui a joué un rôle central dans le développement de l'impact investing au Royaume-Uni, défendent ainsi le projet d'une transformation radicale de l'économie, une *« réforme »* voire d'une *« révolution du capitalisme »* :

> "There is […] an obvious need for a new system, a need that has been publicly recognized by leading figures in finance and business. Until now, however, we have spent a great deal of time diagnosing our system's problems and precious little time proposing real alternatives to capitalism, leaving us feeling stuck, with no way forward. Humankind has made enormous progress. We are capable of finding the right answer, of shifting to a new system that distributes opportunity and outcomes more fairly and proposes effective solutions to our great challenges. We need a new system where, for both moral and prudential reasons, a sense of mission reins in self-interest; where contribution confers greater status than conspicuous consumption; where firms that

[12] "Investing for Social and Environmental Impact", Monitor Institute, 2009, p. 5. (Le Monitor Institute est une entreprise de conseil qui a réalisé ce rapport pour le compte des institutions soutenant le lancement de l'impact investing, notamment la Fondation Rockefeller et la Fondation JPMorgan Chase.)
[13] *Ibid*, p. 16, notre traduction.
[14] "This is about doing well by doing good", Financial Times, 2013.

> demonstrate social and environmental integrity are more successful than those that are simply self-interested; and where individuals and organizations are encouraged to find fulfilment in being part of something bigger than themselves, rather than in striving just to make money. This new system is impact capitalism." (Cohen, 2020, p. 4)

Mais à l'heure où les institutions financières subissent de plein fouet les accusations de *greenwashing*[15], comment situer, comprendre et analyser les objectifs et les pratiques d'un mouvement d'investisseurs qui promettent de faire le bien, tout en faisant de l'argent, et de prendre en charge les défis les plus pressants de notre époque, du changement climatique aux inégalités sociales ? Si morale et profit semblent, avec l'impact investing, tant intriqués, quel sont le statut et les motivations des institutions qui formulent ces promesses ? Assiste-t-on, comme le promet Sir Ronald Cohen, à l'émergence d'un commerce plaçant la vertu en son centre et attribuant aux profits et aux impacts une importance égale, ou à celle d'un nouveau commerce des vertus, permettant à la finance de redorer, à peu de frais, son blason terni par les crises de ces dernières décennies ?

Ces interrogations générales nourrissent les questions de recherche que nous formulerons dans cette thèse. En effet, ce travail de recherche placera au centre de ses préoccupations les relations complexes entre moralité et marchés. Mais au-delà des questions sociales qu'elle peut poser, l'apparente dualité entre morale et marchés aborde plusieurs grands enjeux de la sociologie économique. Comment et dans quelles circonstances la morale et les marchés interagissent-ils ? Comment valeur économique et valeur morale se co-construisent-elles ? Et d'où cette interpénétration provient-elle ? La présente thèse cherchera à contribuer à ces questionnements cruciaux, à partir de l'étude géographiquement située, méso-sociale et dynamique d'un cas de finance durable : l'impact investing au sein de la ville de Genève. En tant qu'objet marchand reposant sur la valorisation de principes moraux—faire le bien en investissant—l'impact investing, étudié dans un champ financier localisé, permettra d'aborder ces questions classiques de la sociologie économique, tout en offrant un angle empirique donnant à voir des dynamiques moins connues des processus de moralisation économique.

De la finance d'impact… à la finance ?

Avant notre entrée sur le terrain, durant l'été 2019, nous avons débuté une recherche superficielle sur l'impact investing, en parcourant l'ouvrage le plus référencé lors de recherches Google sur cet objet : *Impact Investing: Transforming How We Make Money While We Make a Difference*, d'Anthony Bugg-

[15] Voir par exemple : "EU regulators flag rising greenwashing practices by banks", *Financial Times*, 2023. Et "Investors warned of 'greenwashing' risk as ESG-labelled funds double", *Financial Times*, 2023.

Levine et Jed Emerson (2011), deux des pionniers de l'impact investing à l'échelle mondiale. En lisant son introduction, nous avons été frappés par l'apparente radicalité de la démarche présentée, mettant l'accent sur son originalité et sur l'isolement des acteurs qui y prennent part. Le livre débute en effet avec la présentation stylisée de trois figures-types, référant possiblement, sans les nommer, à plusieurs individus (ou groupes d'individus) réels ayant contribué au développement d'initiatives de finance à impact : une investisseuse cherchant à sécuriser l'avenir de ses enfants tout en souhaitant à contribuer à la prise en charge des enjeux sociaux et environnementaux, un groupe d'amis bénévoles dans une ONG qui prêtent de l'argent à des populations défavorisées, une banquière new-yorkaise qui change de carrière pour combattre la pauvreté. Les auteurs insistent alors sur la dimension fondatrice de ces initiatives, tout en soulignant leur caractère supposément atypique, excentrique ou marginal. En développant une métaphore filée sur le thème marin, ils développent l'idée selon laquelle ces *« ondulations »* (*ripples*), font en réalité partie d'une *« vague de changement »* (*shifting tide*) :

> "It's easy to miss these pioneers in the crowded and complex worlds of investment and traditional philanthropy. After all, a lot has been going on in both worlds recently. And maybe these individuals are just eccentrics we can easily ignore. Perhaps they are just barely visible and unimportant ripples atop the roiling waves we seem to find ourselves in so often these days. We believe they are something more. These ripples are related and part of a shifting tide. These three people are pioneers in the rapidly evolving global industry of impact investing […]. And their discoveries are upending long-held and jealously guarded beliefs that profit-making and charitable activities must be kept separate in isolated silos of thinking and practice. These are the early signs of a long-forming undercurrent that is poised to reshape how society deploys its resources and solves its problems. […] The idea of impact investing for blended value […] is disrupting a world organized around the competing principle that for-profit investments should seek only to pursue financial return, while people who care about social problems should give away their money or wait for the government to step in. […] This book describes how impact investing is rising around us as the various ripples come together, the disruptions it is causing, and the opportunities it presents. The grand global swell of impact investing is growing as the dynamics that precipitated the movement gather force. We cannot predict what will happen when this water crests. But we will all be well served to develop the insights and strategies that can ready us for the changes it will bring." (Bugg-Levine et Emerson, 2011)

Mettant en scène la traditionnelle opposition entre la finance pour le seul profit et les questions sociales et environnementales, Bugg-Levine et Emerson font de l'impact investing une initiative *« disruptive »*, perturbatrice, prête à rebattre les cartes et rompant définitivement avec la bipartition profit *vs* morale présentée ci-dessus.

Tout en comprenant la dimension stratégique qu'il peut y avoir à distinguer autant l'impact investing des initiatives existantes dans ce type d'écrits promotionnels, nous nous attendions, en entrant sur notre terrain, à découvrir une certaine radicalité, voire à identifier certaines caractéristiques rappelant les mouvements sociaux classiques, ou *a minima* une posture critique chez les promoteurs de la finance d'impact. Mais la confrontation au matériau empirique a rapidement révélé des formes d'action et de motivation beaucoup plus complexes chez ces acteurs. Cela a

commencé par leur identification. En effet, une rapide recherche internet sur l'impact investing en Suisse nous renvoyait immédiatement aux fonds durables des deux plus grandes banques traditionnelles du pays—UBS et Credit Suisse—, et, dans le même temps, nous réalisions que ceux qu'on nous présentait, dans nos premiers entretiens, comme les pionniers du mouvement dans la ville de Genève étaient étroitement liés à ses plus anciennes banques et aux grandes familles qui les contrôlent depuis des décennies, voire des siècles. Alors que ces observations commençaient à piquer notre curiosité, l'avancée de notre enquête nous a amenés à rencontrer ces individus. À mesure de notre progression sur le terrain, des salons feutrés des banques privées genevoises aux tapis rouges des fastueux événements faisant la promotion de ces activités financières censées changer le monde, nous avons fait face, dans les discours rencontrés, aussi bien à l'extase de la vague disruptive décrite par Bugg-Levine et Emerson qui doit *« changer la vie des gens »* ici et maintenant, qu'à la froide considération selon laquelle les suicides des bénéficiaires de microcrédit seraient avant tout le fruit de leur responsabilité individuelle. Et parfois, même, nous avons vu se déployer le spectre complexe de ces discours au cours d'un même entretien.

L'objet de ce travail n'est nullement de questionner la validité ou la sincérité de ces acteurs[16]—si tant est que cette question ait un sens. Mais ces quelques observations nous ont amenés à interroger le lien que la finance d'impact entretient avec la finance conventionnelle—celle qui ne prétend pas *« prospérer et faire le bien »*, mais simplement *« prospérer »*. Cette approche nous a conduits très tôt dans notre cheminement à nous poser une question simple qui structure une part importante de notre recherche : que doit la finance d'impact à la finance ? Cet angle permet à la fois d'aborder la question fondamentale des interactions entre morale et finance dans le cas de l'impact investing genevois, mais aussi, plus fondamentalement, d'interroger la relation d'un espace social, la finance d'impact à Genève, avec celui de la finance conventionnelle dans le même périmètre géographique. L'impact investing genevois est-il un objet interne à cet espace financier classique, reposant sur ses logiques endogènes et reproduisant ses fonctions et structures principales, ou acquiert-il, d'une manière ou d'une autre, l'autonomie que ses promoteurs lui attribuent ? Et quelles en sont les conséquences sur les pratiques et motivations de ses acteurs ?

La suite de cette partie introductive posera les fondements nous permettant d'examiner ces questions. Dans la prochaine section, nous réaliserons un état des lieux de la littérature, ancrerons nos questions de recherche dans les travaux existants, et soulignerons les dimensions sur lesquelles ceux-ci restent plus silencieux, et auxquelles notre travail pourra contribuer. Nous présenterons

[16] Nous revenons sur ce point dans la description de l'enquête et des méthodes.

ensuite l'enquête empirique sur laquelle nous nous appuierons, en montrant comment le choix et la délimitation du cas d'étude et des méthodes concourent à aborder les questions précédemment posées. Enfin, nous verrons que ces questions de recherche générales nourrissent des axes analytiques permettant de scinder notre réflexion en trois grandes parties empiriques, correspondant aux chapitres de la thèse.

Revue de la littérature

Le mouvement de l'impact investing, à l'échelle internationale, constitue un objet atypique parmi ceux qui ont déjà été étudiés par la littérature sur la morale et les marchés. En effet, il occupe une position intermédiaire : d'un côté, il propose un projet moral fort (faire le bien *via* les marchés financiers) et une critique du capitalisme ; de l'autre, il est le produit d'acteurs internes à la finance et entend enrôler un maximum d'organisations financières conventionnelles pour parvenir à ses objectifs d'impact. Autrement dit, il porte d'importantes promesses et critiques morales, tout en proposant une action *via* les marchés financiers. Comme nous l'avons montré plus haut, les promoteurs initiaux de la finance d'impact, présents à la réunion de 2007 au Centre Bellagio, ne sont pas uniquement des acteurs philanthropiques, et encore moins des membres d'associations militantes, mais aussi et surtout des investisseurs[17] (certains positionnés en finance durable, et d'autres pas), initialement soutenus par la Fondation Rockefeller. Pour interroger, comme nous le proposons dans la section précédente, la place de la finance d'impact et comprendre sa position par rapport à la finance en général et à ses logiques marchandes, il nous faut revenir au statut spécifique de cet objet. Car si nous questionnons son degré d'implantation dans les marchés financiers classiques, il n'en reste pas moins un cas d'imbrication de la morale dans un marché (ou vice-versa).

Comprendre cette imbrication et en saisir les modalités implique de revenir à l'analyse de ce qu'est un marché moral ou moralisé et aux outils adéquat permettant son analyse (**I.**), puis de situer l'impact investing au sein de cette production scientifique (**II.** et **III.**). Cette revue de la littérature nous permettra de mettre en évidence les particularités et l'originalité de cet objet du point de vue des questions qu'elle pose, et d'en dériver les axes problématiques pertinents pour notre étude (**IV.**).

I. Moralisation et marchés

Une vaste littérature examine la manière dont les marchés entrent en relation avec des enjeux moraux. Les auteurs classiques mettent largement en évidence l'impact de l'éthique sur les pratiques

[17] Cela inclut des banques et des gestionnaires d'actif. Cependant, la liste complète des organisations et individus présents à cette réunion n'a pas été rendue publique.

marchandes (Weber, 1964) ou encore le fait que les dispositifs marchands ne sont jamais tout à fait désencastrés des structures sociales, y compris des structures morales (Polanyi, 2001), et reposent sur ces dernières pour assurer la coordination des acteurs marchands (Beckert, 2009). Par « morale », nous ne faisons pas uniquement référence à ce qui est considéré comme « bon » ou « mauvais » au sens strict, mais plutôt à ce que Weber (1978) a appelé des « complexes de signification ». Ces derniers renvoient aux éléments qui structurent les croyances, opinions et les pratiques (y compris économiques) qui y sont associées (Hitlin et Vaisey, 2010), en les qualifiant de plus ou moins justes, légitimes, valides, ou bonnes. La « morale » que nous étudions ici peut donc inclure, mais n'est pas limitée à des grands principes ou systèmes de valeurs ; elle se rapporte davantage à ces complexes de significations, associant pratiques, représentations, variant en fonction des individus, groupes sociaux et situations spécifiques. S'intéresser à la moralité d'un marché, ce n'est donc pas se demander si ses participants ou des acteurs externes le considèrent comme « bon » ou « mauvais », mais c'est aussi et surtout questionner la manière dont les conceptions et pratiques des acteurs sur ce marché et à sa périphérie forment des complexes de significations qui permettent de lui attribuer une certaine moralité. C'est cette approche de la morale qui guidera notre réflexion tout au long de ce travail.

De toute évidence, tout marché peut être conçu comme moral. Asdal et al. (2023) estiment ainsi que toutes les économies entretiennent un certain rapport au bien, ce qui maintient leur légitimité aux yeux des participants et entretient (ou prolonge) leur coopération—l'éthique protestante du capitalisme en est l'un des exemples les plus évidents (Weber, 1964). Notons d'ailleurs que le marché en tant que tel a été très tôt rapporté à des catégories morales par les auteurs classiques de l'économie, comme le résument Fourcade & Healy (2007), en suivant les propositions d'Hirschman (1982). Une conception positive du marché, vu comme force civilisatrice, pacificatrice, contribuant positivement au développement technique et moral de l'humanité s'oppose ainsi à un marché qui serait aliénant, destructeur, voire autodestructeur. Mais des travaux contemporains tendent à abandonner ces conceptions et voient alors davantage les marchés comme une « force faible » (*feeble force*), constamment en interaction et en interdépendance avec l'ensemble des structures sociales, les rendant perméables aux considérations morales de la société, tout en ayant en retour un pouvoir sur ces dernières. La perspective voyant tout marché comme une potentielle construction morale est particulièrement défendue au sein de la littérature américaine, qui s'emploie à montrer l'encastrement systématique des marchés dans un système moral, et les adaptations auxquelles ils sont alors contraints. C'est ce que montre Zelizer, en étudiant la manière dont les assurances vie—dans un premier temps, mal vues, car considérées comme un pari sur la mort—ont

progressivement été recatégorisées comme des dispositifs de bonne gestion de ses affaires, et d'anticipation du futur (Zelizer 1978; voir aussi Quinn 2008). Des processus similaires sont à l'œuvre dans d'autres de ses travaux, notamment sur la valeur des biens dits inestimables (Zelizer, 1994).

C'est pourquoi, dans une perspective différente, une littérature plus européenne réserve l'emploi de la catégorie « morale » aux marchés défendant une visée ouvertement éthique ou morale, souvent par l'intermédiaire de l'action de mouvements sociaux et acteurs militants. En lien avec cela, de plus en plus de travaux mettent en évidence le « tournant moral » des marchés vers des conceptions ou valeurs communément acceptées au sein du débat public, notamment des problématiques environnementales ou sociales (Barman, 2017). Dans cette perspective, le concept de « moralisation des marchés » renvoie au cadrage moral appliqué à des situations marchandes, souvent en réaction à l'émergence de thématiques morales dans différentes arènes (politiques, médiatiques, juridiques…) :

> "A trend toward a moralization of the markets implies that regulation of market relations in response to major societal changes makes reference to, and is based on, constraining notions. These include fairness, authenticity, compassion, goodwill, fear, guilt, solidarity, sustainability, revenge, age, exclusivity, reciprocity, duty, benevolence, and other moral concerns and political considerations that not only negate persistent short-term pursuit of the best buy but also take a long-term perspective. Importantly, such social goals, individual apprehensions, and modes of conduct are becoming inscribed in products and services offered in the marketplace as well as in the rules and regulations that govern market relations. One is therefore able to speak of the moral, rather than the mere economic, content of commodities, as in the case for solar energy and services or the lack of moral status in the case for nuclear energy." (Stehr, 2008, p. ix)

Cette définition des marchés moralisés a l'avantage d'être suffisamment large pour inclure un grand nombre d'objets d'études. Nous nous placerons dans cette perspective, en étudiant un marché que nous qualifions de « moralisé », au sens où il est organisé autour d'acteurs et de produits qui affichent une intention morale, calquée sur des représentations morales répandues dans le débat public—sans pour autant nier que tout marché repose sur des présupposés et ressources morales. Toutefois, la moralisation des marchés, les marchés moralisés, ou simplement la morale au sein des marchés sont étudiés différemment par des sous-champs disciplinaires distincts. Ces différentes approches permettent d'apprécier sous plusieurs angles les modalités d'imbrication de la morale dans les marchés et la question de l'endogénéité (et exogénéité) de l'émergence d'enjeux moraux à l'égard des marchés existants, que nous commencions à poser plus haut. Après les avoir passées en revue, nous verrons en quoi notre étude gagnera à se nourrir de ces différentes approches pour établir ses questions de recherche.

La sociologie économique : des valuation studies à la question des frontières des marchés

Tout d'abord, étudier le statut des dimensions morales d'un marché et leur imbrication dans des logiques marchandes existantes, c'est chercher à comprendre la manière dont ces différents types de valeurs sont produits et agencés, et comment ils délimitent alors ces marchés moraux. De ce point, de vue-là, la sociologie économique a depuis longtemps accordé une importance particulière à la question de la morale au sein des marchés, spécifiquement en raison de son intérêt pour les enjeux de création et d'attribution de la valeur dans et en dehors des marchés. Ce courant naît de la sortie de la *pax parsonia* qui attribuait aux économistes l'étude de la valeur économique et marchande et aux sociologues celles des valeurs sociales et morales. Cette partition des objets d'étude est alors battue en brèche par la nouvelle sociologie économique mettant l'accent sur les intrications entre ces deux espaces traditionnellement opposés (Granovetter, 1985 ; Zelizer, 2011). Ce renouveau de l'étude des valeurs donne naissance aux *valuation studies*, dont l'hypothèse principale consiste à voir les valeurs non pas comme un donné, mais comme le résultat d'un processus social. Ce faisant, ces recherches s'emploient à démontrer la caducité du modèle walrassien et de la théorie néoclassique standard affirmant que les qualités et valeurs des biens échangés sont données, reconnues de tous et incontestées. Au contraire, l'étude des valeurs par la sociologie économique insiste à la fois sur le caractère « fabriqué » et « transformé » (et non pas donné) des valeurs (Boltanski et Thévenot, 1991 ; Fourcade, 2011 ; Vatin, 2013 ; Zelizer, 1994), et sur les processus construisant et attribuant, sur la base de ces valeurs, la qualité des biens (Beckert, 2009 ; Beckert et Musselin, 2013 ; Karpik, 1996 ; Orléan, 2011). Ce nouvel horizon de recherche permit ainsi de constater la possibilité d'introduction de valeurs non marchandes au sein des marchés, et d'étudier les processus qui permettent à ces valeurs de s'implanter (Balsiger, 2016a ; Dubuisson-Quellier, 2013 ; Geiger et al., 2014).

Ces recherches s'appuient sur les questions soulevées par les *valuation studies* pour mettre en évidence les dispositifs, intermédiaires et médiations de la valeur morale au sein des marchés. Ainsi, elles démontrent que, comme pour l'attribution de valeur économique, la valeur morale des biens échangés est médiée par des dispositifs de jugements (Karpik, 1996, 2000, 2007) attribuant la valeur, que ce soit par des labels (Fouilleux et Loconto, 2017), des emballages (Cochoy, 2002), ou tout autre dispositif, y compris objet technique (Callon, Millo et Muniesa, 2007), réduisant l'incertitude et informant sur les valeurs incorporées dans le produit échangé. En outre, ces médiations de valeur peuvent être permises par l'action des groupes qui les défendent au sein d'arènes externes au seul marché (Balsiger, 2016a), notamment l'arène politique ou médiatique, permettant ainsi l'émergence de régulations venant garantir les valeurs incorporées (Stanziani, 2005) et les légitimer au sein du

débat public (Bartley et Child, 2014). Cet axe de recherche autour des dispositifs qui font exister les valeurs au sein des marchés amène des auteurs à parler de marchés concernés (Cochoy, 2014, 2020 ; Geiger et al., 2014), plutôt que de marchés moraux : autrement dit, dans ces marchés, les acteurs seraient préoccupés par des enjeux dépassant la seule valeur économique, mais intégrant des dimensions morales, au sens large. Au sein de ce courant, c'est plutôt sur les dispositifs permettant de médier ces dimensions extra-économiques, que sur la « morale » en tant que telle, que l'attention devrait être portée. Une autre approche questionnant les frontières des marchés moralisés choisit au contraire de se focaliser davantage sur les acteurs, processus, et interactions qui font ou défont les marchés, parfois au nom de valeurs morales (Steiner et Trespeuch, 2015). Plutôt que de se concentrer sur les produits, le regard est ici porté sur les conditions de possibilité d'un marché, et des controverses morales qui les sous-tendent. En lien avec cela, la question des frontières des marchés moraux peut aussi être abordée sous un angle critique, interrogeant les conditions sous lesquelles un marché peut être considéré comme moral, juste, et à quel point.

L'approche par la sociologie économique permet ainsi d'analyser en détail tout ce qui permet à la morale d'être intégrée dans des assemblages marchands crédibles aux yeux des acteurs. En un sens, elle pose de manière très immédiate la question des conditions de possibilité de l'endogénéité de la morale dans les marchés sur le plan des pratiques. Cependant, elle n'interroge pas directement les dynamiques d'introduction de cette morale par les acteurs qui la portent en première instance—ce que les *social movement studies* permettent en revanche de faire.

Les social movement studies : l'étude des interactions entre marché et entrepreneurs de morale

Un vaste courant d'étude des mouvements sociaux se concentre sur les interactions entre acteurs militants et marchands dans les processus d'émergence des enjeux moraux au sein des marchés. Ces travaux montrent que les processus de moralisation sont régulièrement initiés par des acteurs en partie extérieurs aux marchés, jouant le rôle d'entrepreneurs de morale (Becker, 1985). Souvent appartenant aux champs militants ou politiques, ces acteurs tentent d'amender le fonctionnement d'un marché dont ils considèrent que certaines caractéristiques ne répondent pas à leur conception du bien. King et Pearce (2010) montrent que ces tentatives peuvent s'appuyer sur des stratégies très différentes. Elles peuvent être tout à fait externes aux acteurs marchands visés, auquel cas elles visent la *disruption* ou la *persuasion*. La *disruption*, ou « perturbation », renvoie à la tentative d'acteurs engagés (souvent militants) de faire en sorte que des entreprises se plient à leurs attentes en les mettant sous pression. En particulier, cela peut se faire en mobilisant une audience de consommateurs prêts à impacter négativement leurs résultats économiques *via* le boycott

(Dubuisson-Quellier, 2018a). En ce qui concerne la *persuasion*, cette stratégie consiste à menacer une entreprise pour l'inciter à changer ses pratiques. Ces menaces peuvent porter sur l'image de l'entreprise, à travers des campagnes attentant à sa réputation, ce que Bartley et Child (2014) nomment « *naming & shaming* ». Ensuite, ces tentatives de moralisation peuvent aussi être internes, selon King et Pearce, si elles sont portées au sein de l'entreprise, par un groupe d'*insiders*. Quelle que soit la stratégie employée, une tentative de moralisation d'un marché peut concerner des aspects divers de ce dernier, que ce soit le bannissement d'un produit considéré comme impropre à la vente, les modes de production, ou toute autre caractéristique du processus de production, de mise en marché, ou de commercialisation jugé insuffisamment moral par les acteurs qui entreprennent la moralisation (Anteby, 2010). Dans une perspective similaire, des travaux en *management* examinent également les différences stratégiques des activistes *insiders* et des activistes externes aux entreprises ciblées, explorant les avantages et inconvénients des deux positions. Ces recherches cherchent aussi à distinguer entre effets directs et indirects des actions militantes sur les acteurs marchands, soulignant notamment le rôle prépondérant des seconds dans les objectifs globaux de la cause défendue (Briscoe et Gupta, 2016).

Il est toutefois nécessaire de nuancer ces conceptions en termes de moralisation interne ou externe, frontale, ou indirecte, car la moralisation d'un marché peut suivre des voies composites et jouer sur des stratégies qui se superposent. Différents travaux examinent les formes de moralisation des marchés qui ne s'appuient ni sur sa contestation externe directe, ni sur une contestation interne, mais sur des interactions complexes entre des entrepreneurs de cause (Cobb et Elder, 1972) et des acteurs marchands. Par exemple, les approches persuasives décrites par King et Pearce, misant sur l'incitation, s'accompagnent parfois de la mise en place, par des ONG, de dispositifs fonctionnant comme des « régulations privées » (King et Pearce, 2010, p. 256). Autrement dit, en complément des régulations étatiques, de telles régulations privées gérées par des ONG peuvent être des certifications, des labels (Fouilleux et Loconto, 2017), ou tout autre dispositif permettant de valider et garantir qu'une entreprise se conforme à certains standards. Bartley montre ainsi comment des associations environnementalistes se sont vues enrôlées par des fondations dans la mise en place de labels de certification du bois et des forêts selon des critères environnementaux, sanctionnant ainsi positivement ou négativement les entreprises opérant dans ce secteur, jugées vertueuses ou non, selon cette nouvelle catégorie de valeur (Balsiger, 2016a ; Dubuisson-Quellier, 2013), et le dispositif de jugement (Karpik, 2007) qui y est associé, c'est-à-dire le label (Bartley, 2003, 2007). Lounsbury *et al.* étudient l'industrie de traitement des déchets aux États-Unis et montrent comment des acteurs militants sont parvenus à valoriser économiquement le modèle de recyclage et à évincer

progressivement l'industrie de l'incinération. Ces derniers parviennent ainsi à rendre viable un modèle économique et donc à servir leur cause initiale, en la portant au sein des arènes politiques et économiques, sans passer par une confrontation avec les acteurs marchands (Lounsbury, Ventresca et Hirsch, 2003). D'autres travaux examinent aussi la moralisation des marchés, mais sous l'angle des interactions entre associations militantes, société civile, arènes marchandes, médiatiques et politiques, comme le montre notamment Balsiger (2016) dans le cas de la lutte des associations animalistes pour la promotion des œufs de poules élevées en plein air. Enfin, des études plus récentes tendent à montrer que les incursions de la morale dans les marchés peuvent avoir lieu par des canaux plus collaboratifs[18] (Kabouche et Dubuisson-Quellier, 2020 ; McDonnell, King et Soule, 2015 ; McDonnell, Odziemkowska et Pontikes, 2021). En d'autres termes, il peut également arriver que des entrepreneurs de cause et des acteurs marchands travaillent directement ensemble à la mise en œuvre de solutions marchandes rentables et en phase avec des objectifs moraux ou militants.

En somme, en se concentrant sur la nature et les dynamiques des relations engagées entre entrepreneurs de morale et acteurs marchands, cette littérature pose la question des modèles de stratégies des premiers et des réactions-types des seconds, mettant en évidence la diversité des configurations observées, et l'évolution des tendances. Elle voit alors essentiellement la moralisation des marchés comme le fruit d'une action engagée externe à ces derniers, que ce soit dans une opposition directe ou une approche collaborative. Cette approche doit enfin se coupler aux *organization studies*, qui décalent le regard des seuls vecteurs d'enjeux moraux, pour montrer que l'imbrication de la morale dans les marchés est contingente des agencements et formes organisationnelles dans lesquelles elle se déploie.

Les organization studies : moralisation des marchés et formes organisationnelles

En effet, parallèlement à ces approches, un autre sous-champ de la recherche, la science des organisations (*organization studies*) décale son regard des interactions entre les marchés et les « vecteurs de la morale », pour observer les changements engendrés par la moralisation des marchés, entre et au sein des organisations. Cette recherche nous permet alors d'aborder les marchés moralisés d'une autre manière que *via* l'opposition entre l'intérieur (marché) et l'extérieur (la morale). Mais qu'est-ce que la morale dans les marchés du point de vue des *organization studies* ? La question des marchés moraux n'est pas un objet d'étude fondamentalement nouveau au sein de

[18] Bien que King et Pearce (2010) abordent la persuasion, ou la régulation des entreprises par des ONG, ils n'analysent pas les cas de collaborations étroites entre activistes et acteurs marchands.

cette discipline, puisqu'il a pendant longtemps été abordé par sa frange critique, qui questionnait alors la dimension morale, durable, et soutenable des formes organisationnelles et managériales existantes (Adler, Forbes et Willmott, 2007 ; Alvesson et Willmott, 1992 ; Grey et Willmott, 2005). Mais comme le font remarquer Schiller-Merkens et Balsiger (2019), l'émergence et la visibilité des grands défis du XXI° siècle, à commencer par les enjeux d'inégalités sociales et les questions environnementales, pousse ce sous-champ disciplinaire à multiplier les études sur les marchés moraux, ici compris comme des réponses apportées à ces nouveaux défis (Ferraro, Etzion et Gehman, 2015 ; Suddaby, Bruton et Walsh, 2018). À la lumière de ce tournant moral des sciences des organisations, divers travaux posent la question du difficile équilibre entre objectifs de rentabilité d'une entreprise et poursuite d'enjeux environnementaux ou sociaux. Les recherches en *organization studies* montrent comment des organisations—notamment les entreprises sociales—tentent d'hybrider des buts, des logiques et des processus de production variés, au sein de formes organisationnelles nouvelles (Akemu, Whiteman et Kennedy, 2016 ; Dacin, Dacin et Tracey, 2011 ; Ebrahim, Battilana et Mair, 2014 ; Pache et Santos, 2010 ; Suckert, 2019 ; York, Hargrave et Pacheco, 2016). Dans le même temps, ces formes organisationnelles doivent composer avec des conceptions morales plurielles qui s'appuient parfois sur des ordres moraux concurrents. Diverses études s'emploient ainsi à expliquer les processus de négociation et de dialogue qui permettent à ces ordres pluriels de cohabiter en toute légitimité au sein des organisations (Reinecke, van Bommel et Spicer, 2017 ; Stark, 2011). Ces recherches s'intéressent aussi à l'interaction entre l'intégration des enjeux moraux et les identités des organisations. Georgallis et Lee (2020) interrogent ainsi les conditions sous lesquelles une organisation décide d'entrer au sein d'un « marché moral », montrant que cette entrée est contingente de l'identité initiale de l'organisation, laquelle influence largement sa perméabilité avec les acteurs extérieurs—notamment les mouvements sociaux qui encouragent la moralisation des espaces marchands.

Cette focale sur les enjeux organisationnels de la moralisation des marchés offre également une analyse des champs organisationnels qui portent ces marchés, ainsi que leurs dynamiques. Dans un article récent, Balsiger (2021) montre que ces travaux mettent au jour deux principaux pôles au sein de ces champs « moraux ». Une partie des recherches insistent en effet sur les logiques de « conventionnalisation » qui guettent les organisations entrant au sein des marchés moraux. Autrement dit, selon cette approche, des acteurs militants ou entrepreneurs de cause peuvent contribuer à la moralisation de certains pans du marché, mais les champs qui sont le substrat de cette moralisation finissent par valoriser les organisations donnant la priorité aux logiques marchandes (des « généralistes »), éliminant progressivement les entités organisées autour d'un

modèle plus militant (des « spécialistes ») ou, *a minima* plus centré sur les enjeux moraux qu'économiques (notamment, Boltanski et Chiapello 1999; Guthman 2004). De l'autre côté, des travaux affirment que les marchés moraux ne sont pas définis par une compétition entre « généralistes » et « spécialistes » qui donnerait la primauté aux premiers, mais plutôt par un partage du champ régi par des frontières fortes entre les identités des uns et des autres, permettant une coexistence basée sur une partition des ressources du champ (notamment, Sikavica et Pozner 2013). Ces enjeux affectent aussi l'interprétation des frontières de ces marchés (*cf. supra*). Par exemple, les processus de conventionnalisation conduisant à une dilution et/ou dépolitisation de la cause initiale de marchés moralisés peuvent questionner les frontières de leur moralité et leur différenciation d'avec d'autres marchés plus conventionnels (Chiapello, 2020 ; Comby, 2017 ; Miller, 2017). Ces controverses au sein des marchés moraux permettent alors d'identifier des acteurs et des organisations suivant des stratégies et reposant sur des identités variées, comme montré plus haut (Balsiger, 2021).

Cette littérature en science des organisations complète donc le regard des *social movement studies* sur les interactions entre entrepreneurs de morale et acteurs marchands, pour analyser les formes organisationnelles permettant ou résultant de ces interactions, mais aussi les dynamiques des champs qui les portent. Du point de vue de notre question sur les aspects endogènes et exogènes du mouvement de l'impact investing à Genève, cette approche se révèle cruciale pour en étudier les aspects localisés, au niveau des organisations, notamment car elle est complémentaire des conceptions mettant l'accent sur l'externalité des vecteurs de la morale : elle offre un regard sur les dimensions fonctionnelles et stratégiques des organisations impliquées dans ces mutations.

Conclusion : moralisation des marchés, endogénéité et exogénéité

En somme, les évolutions croisées de la morale, de l'éthique et des marchés ont aussi bien été mises en évidence par les auteurs classiques, que par les littératures plus modernes depuis la fin de la *pax parsonia*, rompant avec la conception de l'action économique vue comme purement détachée de l'éthique ou de la morale (McCloskey, 2006 ; Sayer, 2000). L'ensemble de ces travaux donnent à voir aujourd'hui des processus et acceptions variées de la moralisation des marchés, dépassant la simple pression extérieure des entrepreneurs de cause sur les entreprises, ou encore l'activisme prenant place au sein de ces dernières. Elles mettent en évidence un marché dont les acteurs sont constamment en interaction avec des questions morales et amenés à conduire leurs activités économiques en tenant compte de ces dernières, que ce soit en y étant contraints, ou pas. De

manière plus essentielle encore, observer cette triple production scientifique sur la moralité dans les marchés permet de réaliser l'importance de la complémentarité de ces approches. Pour étudier l'internalité ou l'externalité des logiques morales à l'égard des marchés, le regard porté sur les valeurs et les pratiques marchandes n'est pas seul suffisant, et se couple utilement à des perspectives prenant en compte les dynamiques des acteurs et des organisations—externes *et* internes au marchés. Cette dimension dynamique observant les rapports des entités à l'œuvre dans ces moralisations sera donc centrale à notre analyse, et au cadre théorique que nous développons plus bas.

Mais sur le plan des résultats, que nous disent ces travaux sur la question de l'endogénéité (*vs* exogénéité) des moralisations marchandes ? Ce tour d'horizon permet de constater que l'essentiel de cette recherche observe essentiellement des cas où des dimensions morales sont importées dans des marchés depuis l'extérieur, que ce soit par des organisations militantes, des ONG, des États, ou encore le débat public—même si les *organization studies* en observent aussi les modalités inter- et intra-organisationnelles. Ces travaux analysent alors les effets que ces croisements ont à la fois sur les causes importées, et sur les marchés qui les accueillent. Mais quels seraient les résultats de ces recherches si l'on transposait ces mêmes questions à une moralisation émergeant *en lien étroit* avec ces espaces marchands (plutôt qu'à l'extérieur de ceux-ci), voire si lesdites causes prenaient *en partie* naissance depuis l'intérieur de ces marchés ?

Cependant, a-t-on déjà observé des cas mettant en évidence des moralisations en partie endogènes aux marchés qu'elles affectent ? Si l'on suit les travaux majeurs sur les marchés moraux, on aurait tendance à répondre négativement à cette question. Stehr (2008), dans son travail sur la moralisation des marchés en Europe, distingue trois principales causes à l'origine de ce processus. La première est l'augmentation de la richesse individuelle. Selon l'auteur, l'évolution des sociétés occidentales se caractérise en particulier par une évolution du statut des consommateurs, en raison de l'augmentation globale du niveau de vie :

> "Western societies are characterized by a historically unique level of private wealth supported by a highly effective social safety net. During the early 1950s, fear that one might not be able to secure one's daily food was still a main concern of many households in some of the most developed societies. Today it is not only the elite that is doing well. In contemporary societies of the developed world, the majority of households are materially well off. The capacity to act and the liberty to decide among consumers has increased significantly." (Stehr, 2008, p. 336)

En d'autres termes, les ménages des sociétés contemporaines, en raison du développement de l'État social, de la croissance des revenus, et notamment de l'accès à la propriété, n'ont plus pour objectif

de « subsister », mais bien de « consommer ». Le deuxième facteur souligné par Stehr est l'augmentation générale du capital humain :

> "Although my broad definition of the significant growth of human prosperity already includes a general reference to the significant increase of "human capital" (as economists prefer to call it), or, more precisely, the growth of cultural capital in the developed world in the last few decades and of skills and knowledge in particular, I will refer to the growth of knowledge separately." (Stehr, 2008, p. 337)

Autrement dit, l'argument de Stehr consiste à dire que cette croissance des capitaux culturels et de la connaissance au sein de la population générale fait des consommateurs des acteurs de leurs choix économiques, et leur octroie une capacité à formuler des demandes et des attentes à l'égard du marché, ce qui modifie nettement la structure des relations entre offreurs et consommateurs. Pour utiliser une terminologie néoclassique, ces derniers ne sont plus seulement preneurs de prix, mais également des agents économiques. Ainsi, ces deux premières caractéristiques, la croissance de la richesse et des savoirs, font des ménages des acteurs économiques à part entière, disposant de préférences de consommations structurées et potentiellement indexées sur certaines de leurs valeurs morales, qu'ils seront ainsi plus aisément en mesure d'imposer aux producteurs, en exerçant leur choix entre plusieurs produits différents. Stehr identifie enfin un dernier facteur qui joue un rôle de catalyseur dans ces évolutions morales des marchés : la mondialisation des échanges. En soulignant que les processus marchands prennent maintenant place dans des lieux divers, correspondants à différentes étapes de la conception, production et commercialisation, il note que cette multiplication des espaces marchands reposant sur des importations et exportations successives « tend également à importer des contenus moraux venus d'ailleurs », en ce qui concerne le produit en tant que tel, mais aussi les conditions dans lesquelles il a été produit. Ainsi, d'après Ponte et Gibbon (2005), les marchés globalisés s'appuient sur une chaîne de valeur qui est orientée et dépendante des préférences et des goûts du consommateur final ; on parle de « *demand oriented system* », et d'une « économie de la qualité ». La mondialisation fait aussi émerger des acteurs globaux, et donc des marques que l'on associe facilement à des produits, ce qui crée un enjeu de réputation pour ces dernières et donc un levier de pression pour des consommateurs qui n'approuveraient pas les produits ou les pratiques de ces dernières. En somme, Stehr montre que les échanges marchands sont passés d'un système où les ménages subsistaient en achetant, à un dispositif plus complexe faisant émerger des consommateurs actifs, informés, et disposés à imposer certaines de leurs attentes morales aux offreurs, permettant ainsi des cas de moralisation. Au terme de cette présentation, la moralisation des marchés nous apparaît comme un processus qui est tout sauf autonome, ni même endogène au marché. En effet, en soulignant le rôle des consommateurs dans son déroulement, celle-ci nous apparaît constitutivement dépendante de leurs préférences et de leurs actions, souvent médiées par d'autres groupes (ONG, acteurs politiques…).

Après avoir rendu compte de ces mécanismes centraux de la moralisation des marchés notamment résumés par Stehr, il convient néanmoins de mentionner les évolutions de cette dernière et d'examiner en quoi des composantes plus endogènes peuvent émailler ces processus. En réalité, plutôt que de considérer d'une part les moralisations « exogènes » et d'autre part les « endogènes », nous proposons de les concevoir selon un spectre, où les différents cas présentent des combinaisons variées de composantes endogènes et exogènes. Tout d'abord, on peut noter des cas d'endogénéisation modérée de la moralisation, notamment à travers les exemples de collaboration entre offreurs et entrepreneurs de cause que nous mentionnions plus haut (notamment McDonnell et al. 2015, 2021). Dans ce type de situations, les opérateurs marchands ne subissent pas la pression des consommateurs ou des entrepreneurs de causes, mais prennent parfois l'initiative dans les processus de moralisation. La principale raison de cette évolution est la suivante : bien que beaucoup de processus de moralisation aient initialement débuté par la mise sous pression d'acteurs économiques, d'autres acteurs marchands, ultérieurement, ont anticipé ces réactions et impulsé eux-mêmes ces moralisations, souvent pour des raisons stratégiques et pour éviter une éventuelle mise au pilori (Kabouche et Dubuisson-Quellier, 2020). Ensuite, il faut mentionner à nouveau les cas de « conventionnalisation ». Ce terme, initialement utilisé pour désigner les évolutions de l'agriculture biologique (Buck, Getz et Guthman, 1997), renvoie à l'idée selon laquelle un marché moralisé tend *in fine* à valoriser des offreurs qui se sont adaptés aux attentes des consommateurs en les intégrant notamment dans des dispositifs de jugement censés les refléter (Fouilleux et Loconto, 2017), mais appuyés sur un engagement moral très faible ; ces acteurs tendent alors à évincer les autres :

> "Not only is the vast majority of organic acreage in California farmed by those with light commitment, price competition is eroding the margins that more committed producers depend on. In that sense, the threat that agribusiness would dilute the meanings and practices of organic agriculture has in some respects already been borne out." (Guthman, 2004, p. 312)

Avec la conventionnalisation, on assiste à des formes de moralisation qui peuvent être en partie relativement endogènes au marché, dans la mesure où un nouvel arrivant sur le marché de l'agroalimentaire peut par exemple proposer une gamme de produits « bio » ou véganes, en s'appuyant sur des catégories et labels déjà installés et devenus très *mainstream*, comme le label « AB » (agriculture biologique) en France (Leroux, 2015), sans subir la pression ou être réellement dépendant d'un groupe de consommateurs, ou d'entrepreneurs de cause (associations militantes, par exemple). Notons toutefois que cette endogénéité de la moralisation doit être relativisée, car de tels acteurs marchands conservent une dépendance à l'égard des instances qui assurent la gestion et l'administration de ces catégories et labels (Fouilleux et Loconto, 2017), et ne sont pas

nécessairement à l'origine de la moralisation initiale du marché. Enfin, il nous faut une fois de plus rendre compte de certains cas mettant en scène des dynamiques où l'endogénéité des processus de moralisation marchande est plus prégnante. Dans la théorie du *resource partitioning*, les marchés moralisés sont structurés en silos (Sikavica et Pozner, 2013), où coexistent, sans empiéter les uns sur les autres, des acteurs marchands très « généralistes », portant à travers leur activité des préoccupations morales, mais davantage orientés vers le profit, et d'autre part, des « spécialistes », essentiellement portés sur la cause morale, et ciblant un public davantage engagé. Parmi ces spécialistes, on trouve les « entreprises sociales » (Balsiger 2021), qui ont dans leur cœur de métier l'objectif de parvenir à des objectifs moraux, parallèlement à leurs objectifs économiques. Le cas des entreprises sociales présente alors une moralisation marchande qui intègre une certaine endogénéité, dans la mesure où ces acteurs ne font pas directement dépendre leurs buts éthiques d'une pression extérieure, d'une réaction à la demande, ou d'autres instances externes. De plus, ils ont la particularité de se fixer leurs propres objectifs « éthiques ». Soulignons toutefois deux limites à cette « autonomie morale ». Tout d'abord, bien que de telles entreprises ne proviennent pas toujours d'un mouvement militant qui aurait initialement porté la cause en question, c'est malgré tout souvent le cas (Balsiger, 2021), ce qui crée donc en général une dépendance (plus ou moins directe) de ces marchés moralisés aux mondes militants, et les rapproche de cas classiques des moralisations externes. Deuxièmement, l'entrepreneuriat social peut aussi être vu comme le résultat de la conjonction de plusieurs champs qui se sont en partie superposés. Avec le cas des entreprises sociales aux États-Unis, Spicer *et al.* (2019) montrent que ces dernières ont émergé du croisement entre trois champs : l'État, le marché et la société civile. En examinant les évolutions et les rapprochements entre certains de ces champs dans le contexte de la progression du néolibéralisme, il montre que ces évolutions ont conduit à des modifications intérieures aux champs, et, en particulier à l'émergence d'un sous-champ (l'entrepreneuriat social) adjacent de deux autres, le *non-profit* et le *community organizing*, auxquels il emprunte alors largement, que ce soit en ce qui concerne les stratégies, mais aussi les individus, et les ressources idéologiques. Autrement dit, cette analyse offre l'opportunité de modérer la dimension endogène et spontanée de la moralisation des marchés dans le cas de l'entrepreneuriat social, en montrant ses origines et ses dépendances fortes à l'égard d'autres espaces.

Ce tour d'horizon de la question des composantes endogènes et exogènes dans les processus de moralisation permet de tirer une conclusion en trois temps. D'abord, il est bien évident que le principe même de la moralisation des marchés est éloigné des logiques d'endogénéité ou d'autonomie : souvent appuyés sur les consommateurs, les États, les mouvements sociaux ou

d'autres instances, ces processus sont initialement très dépendants, dans leur émergence et leur mise en œuvre, de multiples acteurs dépassant la sphère marchande. Ensuite, notons néanmoins que les premières moralisations ont laissé place à de nouvelles formes plus autonomes, ou endogènes aux marchés, s'appuyant souvent sur des dispositifs déjà en place ou bien étant portés par des acteurs particulièrement engagés et revendiquant parfois leur proximité au monde militant. Enfin, nous remarquons, malgré tout, des limites à cette dimension endogène de la moralisation, qui est souvent bien dépendante, justement, de routines ou de marchés mis en place et légitimés précédemment par une variété d'acteurs, ou qui reste même encore actuellement dans une interaction forte avec des champs adjacents. En somme, il existe un spectre de moralisations marchandes présentant des composantes endogènes aux marchés plus ou moins prégnantes.

La question qui se pose maintenant est la suivante : en examinant un cas empirique adapté, qui révélerait des mécanismes de moralisation marchande endogènes particulièrement visibles, et en plaçant la focale de notre analyse sur ces derniers, leur centralité, et leur articulation dynamique avec d'autres mécanismes, notamment exogènes, qu'observerait-on en examinant sous ce jour les grandes questions posées par la littérature sur la moralisation des marchés, en termes de frontières, régimes de valuation, et structuration de la moralité ?

Avant d'entrer dans cette question, rappelons que notre objet d'étude, l'impact investing, appartient à une frange particulière des marchés : la finance. Comment alors le situer, en tant qu'initiative de moralisation marchande, au sein de cette littérature plus spécialisée ? En effet, la finance d'impact n'est pas la première initiative « éthique » de la finance. Pour isoler ses caractéristiques propres, il nous paraît essentiel de passer en revue la recherche qui a retracé l'origine et les implications du mouvement global de la finance éthique, avant de voir comment la littérature portant spécifiquement sur l'impact investing aborde l'objet et nous permet d'affiner les questionnements que nous avons esquissés jusqu'ici.

II. Finance et marchés moraux

De nombreux travaux décrivent l'importance croissante de la finance dans les activités économiques, et nous allons voir en quoi ce processus, qualifié de financiarisation, fait des activités financières un domaine marchand central, et comment ces évolutions se couplent, dans le domaine de la finance, avec les dynamiques de moralisation qui frappent d'autres espaces marchands. En suivant Arrighi (2010 [1994]), Krippner (2005) définit la financiarisation comme un *« modèle*

d'accumulation dans lequel les profits croissent plus rapidement par les canaux financiers que par le biais des échanges et de la production » (p. 174). Boussard (2017) propose un prolongement de cette définition, qui insiste sur trois caractéristiques constitutives de ce processus : la financiarisation est un nouveau régime d'accumulation des richesses ; mais elle est aussi solidaire d'un nouveau modèle de gestion des entreprises visant la maximisation du profit des actionnaires ; enfin, elle va de pair avec l'émergence du « citoyen-investisseur » ou emprunteur (Carruthers et Ariovich, 2010) : tout un chacun peut directement ou indirectement (*via* la titrisation notamment) prendre part au financement de l'économie. Autrement dit, la financiarisation est le développement d'un système économique dans lequel les canaux de financement sont démultipliés (actions, obligations, prêts, titrisation...), dérégulés, et génèrent des profits qui augmentent plus vite que ceux issus des marchés de biens et services. D'après Krippner (2005), le pourcentage de profit des entreprises de l'industrie de la finance est ainsi passé de 20% en 1980 à 30% au début des années 1990, pour atteindre 40% en 2000 ; et les profits des banques ont culminé dans les années précédant la crise de 2008 (Tregenna, 2009). Godechot (2007) démontre que ces profits élevés se répercutent sur la rémunération des employés du secteur de la finance, qui, du fait de leurs compétences, disposent d'une rente de situation leur permettant de négocier des salaires et des bonus élevés.

Le processus de financiarisation a différents impacts sur le rôle de la morale au sein des marchés financiers. D'une part, la croissance du secteur financier lui permet de diversifier ses produits et de développer des modes d'investissements dits éthiques ou moraux. D'autre part, la financiarisation peut aussi être vue comme un facteur favorisant le débordement des activités financières sur des sphères initialement non-économiques, et, en l'occurrence, morales ou éthiques. Bien entendu, les deux phénomènes peuvent se superposer et/ou se confondre. Ainsi, que ce soit par une moralisation de la finance ou une financiarisation de la morale, le croisement de la morale et de la finance se matérialise de diverses manières. Plusieurs auteurs montrent d'abord comment ont émergé les investissements dits « socialement responsables » (ISR), parallèlement à diverses évolutions institutionnelles. En effet, cette forme de moralisation des activités financières est examinée notamment par Sparkes et Cowton (2004) qui, en prenant l'exemple du Royaume-Uni, montrent comment cette pratique d'abord très marginale a fini par s'imposer à la faveur d'un cadre juridique qui s'est adapté à la prise en compte d'enjeux sociaux dans les investissements. Cette approche par les régulations renvoie ainsi à ce que la sociologie économique étudie lorsqu'elle examine les intermédiaires et dispositifs qui construisent et sanctionnent la qualité des biens échangés sur un marchés, sauf qu'ici, il ne s'agit plus de biens, mais de produits financiers. Ces évolutions ont ainsi conduit des investisseurs institutionnels (en particulier des fonds de pension)

à investir dans des entreprises remplissant des critères dits de « responsabilité sociale » (RSE) et qui sont censées éviter certaines activités jugées immorales (alcool, tabac, armes, pornographie, etc.). De la même manière, cette exclusion de certains produits des marchés peut être aisément rapprochée des débats en sociologie économique portant sur les « marchés contestés » mentionnés plus haut, mais concernant ici encore des produits financiers, ainsi que des débats sur les frontières de ces marchés financiers « moraux », dans la mesure où différents travaux soulignent l'ambiguïté du terme « ISR » et l'hétérogénéité des marchés auxquels il renvoie (Sandberg et al., 2009).

Ensuite, comme dans le cas des marchés moraux en général, une littérature se consacre à l'interaction entre entrepreneurs de cause et acteurs marchands. En effet, si la littérature a montré en quoi la financiarisation a engendré des inégalités économiques majeures (Zalewski et Whalen, 2010) dénoncées par des mouvements militants comme celui d'Occupy Wall Street (Ogien et Laugier, 2014), une autre série de travaux s'est aussi intéressée à la manière dont des mouvements sociaux ont fait des mécanismes financiers un outil de la lutte et de la contestation. En particulier, le développement des investissements dits « responsables », et notamment de l'ISR, a octroyé de nouveaux moyens d'actions aux ONG. Sparkes et Cowton (2004) affirment ainsi que *« de nombreuses ONG ont compris que le développement massif des ISR (...) offrait l'opportunité de rallier [des investisseurs à leur cause] (...) »* (p. 54, notre traduction). En suivant un texte de Hildyard et Mansley (2002), ils expliquent ainsi comment l'ONG les Amis de la Terre, au Royaume-Uni, a empêché la construction d'un barrage en Turquie en convaincant des investisseurs institutionnels de ne pas financer le projet, en raison des conséquences néfastes qu'il aurait engendrées sur la population et sur l'environnement. De même, Soule (2009), dans un ouvrage examinant les liens entre les actions de contestation et les enjeux RSE, étudie cette stratégie des ONG consistant à s'appuyer sur les critères RSE des entreprises et sur les objectifs ISR des investisseurs, pour les inciter à ne pas financer de projets à impact négatif sur la société ou l'environnement. Cette méthode utilisée par les militants vise à mettre sous pression des entreprises qui, privées de financeurs, pourraient être incitées à modifier leurs pratiques. Dans une perspective similaire, certains travaux examinent les émergences locales des approches ISR et de la prise en compte des enjeux ESG[19] dans les investissements pour conclure que ces stratégies auraient été portées par des acteurs marchands en réalité acquis à des logiques de mouvements sociaux, et ayant milité pour la mise en place de ces critères d'investissements moraux, comme dans le cas français de l'ISR/ESG (Arjaliès, 2010, 2014).

[19] L'acronyme « ESG » renvoie à des critères « environnementaux », « sociaux » et de « gouvernance des entreprises ». En d'autres termes, une stratégie d'investissement « ESG » consiste à filtrer les entreprises bénéficiaires selon des scores attribués dans ces trois domaines. Ces scores sont souvent établis de manière quantitative et standardisée. Nous revenons plus bas sur la différence entre « ESG » et « impact investing », notre objet d'étude.

Néanmoins, ces conceptions sont contestées par d'autres approches, qui invitent à voir ces mouvements de finance éthique davantage comme des initiatives marchandes (Déjean et al., 2013), tout comme nous proposons, dans cette thèse, de mettre la focale sur le fort ancrage du mouvement de l'impact investing dans les marchés financiers et espaces marchands associés.

En lien avec ces stratégies classiques des activistes, il faut également mentionner les cas dans lesquels, comme au sein des marchés non-financiers, l'interaction entre acteurs marchands et militants ne s'effectue pas uniquement sur le mode de la confrontation ou de la pression. En effet, certains auteurs soulignent ainsi le rôle des collaborations et du dialogue, dans la mise en place de perspectives ESG et ISR, mais aussi de la complémentarité entre stratégies disruptives et collaboratives (Ferraro et Beunza, 2014). Dans ce prolongement, il nous faut également souligner l'existence de stratégies financières à composante morale qui s'émancipent encore davantage des acteurs militants extérieurs ; on parle ainsi de *shareholder activism* ou d'*active ownership*. Ces approches consistent, pour les actionnaires d'une entreprise, à utiliser leur pouvoir actionnarial pour pousser la firme à poursuivre des objectifs dits « moraux », qui peuvent par exemple concerner la prise en compte d'enjeux environnementaux ou sociaux, dans les processus de production et les orientations générales (voir par exemple Waeger et Mena, 2019). Néanmoins, ces termes restent relativement flous dans la délimitation des marchés et produits qu'ils désignent, dans la mesure où tout actionnaire a un pouvoir décisionnel sur l'entreprise qu'il possède, et que les décisions sur des orientations dites morales ne pourraient être vues que comme un cas parmi tant d'autres.

Par ailleurs, si l'on décale le regard des espaces marchands, des conceptions morales, et des interactions entre militants et marchés, pour observer, à l'instar de la sociologie économique et des sciences et techniques, les dispositifs concrets cadrant ces catégories, on constate que la recherche met au jour, comme dans les autres marchés, l'importance de ces dimensions techniques dans l'acceptation et la mise en place de ces termes. Ainsi, Leins (2020) montre par exemple en quoi les analystes financiers se sont appropriés les objectifs ESG et en ont fait des objets de profits et de rentabilité à la faveur des dispositifs techniques de calcul et d'évaluation qui les font exister. Cette approche callonienne en termes d'objets et dispositifs techniques montre que les débats sur les marchés « concernés » s'appliquent aussi aux marchés financiers. Cette continuité des questions de recherche entre marchés moraux de biens et finance moralisée est aussi soulignée par les travaux de Barman (2017) qui montre que, depuis le début du XXI° siècle, a lieu un « tournant moral » dans le discours des acteurs économiques, alors qualifiés de « *caring capitalists* » (capitalistes compatissants). Plutôt que d'affirmer que le souci des enjeux environnementaux et sociaux est un

obstacle au déroulement fluide des activités de finance guidées par la main invisible des marchés (Smith, 2009), on assiste depuis le début du siècle à l'émergence d'une élite économique, et notamment financière, qui dit vouloir prendre à bras le corps les critiques adressées aux milieux financiers, notamment après la crise de 2008 (Giridharadas, 2018). Cette élite affirme être en mesure de prendre en charge une mission : donner à la finance les moyens d'aborder—dans le cœur même de son activité—la résolution des problèmes majeurs de notre époque : pauvreté, faim dans le monde, enjeux environnementaux et climatiques, diminution des ressources, etc.[20] (Barman, 2017). Observant ces *caring capitalists*, Barman cherche alors à mettre au jour et comparer les dispositifs techniques d'attribution et de création de la valeur sociale. Des entreprises sociales à l'impact investing, en passant par l'ESG et l'ISR, elle entreprend, dans une approche centrée sur les dispositifs techniques de valuation et leurs agents—qu'elle appelle *value entrepreneurs*—de mettre en évidence les continuités et différences dans les processus de définition et de matérialisation de la valeur sociale selon les différents secteurs du capitalisme « compatissant ». Pour ce faire, elle interroge notamment la nature des outils employés, les ordres de valeur mobilisés, les unités de mesure considérées… En bref, autant de questions que les *valuation studies* et les études des sciences et des techniques ont traditionnellement abordées en interrogeant les conditions de l'existence des valeurs morales au sein des marchés.

En somme, ce tour d'horizon des études de la finance morale montre que la finance a subi des processus de moralisation résultant d'une part de changements institutionnels (et notamment juridiques) ouvrant la voie à de nouvelles pratiques dites « responsables », et d'autre part de l'action de mouvements sociaux, et plus largement d'entrepreneurs de cause, cherchant à porter leur conception morale d'un problème public dans le champ de la finance. Ainsi, la littérature existante nous permet de constater que le champ de la finance est soumis d'une manière similaire aux formes de moralisation présentes au sein d'autres marchés, ce qui génère des questions de recherche et des résultats similaires. Il convient toutefois de noter des spécificités dans les processus de moralisation de la finance, par rapport aux autres sphères marchandes. L'une d'entre elles concerne le rapport des acteurs financiers avec la société civile dans les cas de moralisation poussée par des acteurs externes au marché. Là où les marchés de biens et services sont souvent enrôlés dans des processus de moralisation qui s'appuient sur une large audience de consommateurs prêts à les sanctionner selon certaines normes morales (par exemple, *via* les boycotts), la finance a la particularité d'être

[20] L'idée de faire de la finance une condition de la résolution de ces problèmes a été largement validée par la mise en place, en 2015, par les Nations unies, des Objectifs de développement durable (ODD). Ces objectifs sont au nombre de 17 et fixent à l'année 2030 la résolution de problèmes tels que le changement climatique, l'égalité entre les sexes, la pauvreté dans le monde, le manque de ressources, etc.

parfois seulement indirectement connectée aux consommateurs[21]. En effet, bien que la littérature à ce sujet montre, comme nous l'avons vu, des mobilisations d'ONG à l'égard des acteurs financiers, celles-ci n'engagent pas toujours l'ensemble de la société civile dans des dynamiques de *naming & shaming*, ou encore de boycott, dans la mesure où ces opérations frontales reposent souvent sur un rapport direct au produit commercialisé (la viande, les produits issus de l'agriculture biologique, les vêtements…), là où la finance opère sur des marchés qui peuvent être moins fréquemment sécants du quotidien des consommateurs, ce qui rend leur mobilisation potentiellement moins immédiate.

Quoi qu'il en soit, on note d'ores et déjà que certains acteurs financiers mettent en avant un discours qui revendique une moralisation active, non subie, et pas nécessairement imposée par des acteurs extérieurs. L'un des mouvements représentatifs de ce courant « moral » et volontariste de l'économie financière et souvent pris comme exemple par les chercheurs qui se consacrent à ces « *caring capitalists* » est l'impact investing. Nous verrons que les travaux existants sur cet objet abordent des questions qui résonnent avec le spectre de thématiques interrogé par la recherche sur la morale dans les marchés, tout en présentant des angles morts que nous chercherons à combler en prenant à bras le corps les enjeux d'endogénéité de la moralisation marchande induite par l'impact investing.

III. Le cas de l'impact investing

Comme précisé dans la première section de l'introduction, le terme « impact investing » a été ainsi défini en 2007, par la Fondation Rockefeller, à l'issue d'une réunion rassemblant investisseurs, et acteurs philanthropiques : *Impact investing is an approach to investing « which aims to generate a measurable social and environmental impact alongside a financial return »* (GIIN, 2019). Le terme renvoie alors à une pratique de la finance dite « durable », censée, selon ses promoteurs et ses praticiens, répondre aux problèmes environnementaux et sociaux de notre époque. Prenant au sérieux ces discours qui cadrent cette nouvelle catégorie financière qu'est l'impact investing, une partie importante de la littérature qui y est consacrée se concentre sur le discours moral et les catégories indigènes portées par les acteurs du mouvement. Diverses recherches ont donc analysé les aspects définitionnels

[21] Cette connexion indirecte ou déconnexion partielle n'est toutefois pas systématique. Il existe des agencements financiers n'impliquant pas ou peu d'intermédiaires.

donnés par les acteurs[22] de l'impact investing à leur mouvement. En synthétisant ces travaux, on peut souligner quatre critères principaux mobilisés par les acteurs (Barman, 2015 ; Grabenwarter et Liechtenstein, 2011 ; Gregory, 2016 ; Höchstädter et Scheck, 2015 ; Roundy, Holzhauer et Dai, 2017). Premièrement, une « intention » : les investisseurs affirment que la conduite d'investissements dits « à impact » est réalisée avec une intention première de générer, par les activités engagées, un impact positif sur l'environnement et/ou la société. Ces acteurs prétendent ainsi qu'il ne s'agit pas simplement de sélectionner des investissements qui limitent les impacts négatifs, mais d'investir activement dans des activités visant clairement des retours positifs sur l'environnement et la société. Ensuite, un suivi des impacts de ces activités, et une logique de moyen ou long terme sont mis en avant : il ne s'agirait pas d'engager uniquement des promesses, mais au contraire de suivre et évaluer les effets des activités, afin d'effectuer les ajustements nécessaires en cas de dérive de la mission initiale[23]. Troisièmement, ces travaux sur les discours des investisseurs à impacts soulignent l'omniprésence des notions de « mesure » et d'« évaluation », censées caractériser et mettre en évidence les impacts des activités concernées. Enfin, les investisseurs soulignent systématiquement que les impacts positifs de ces investissements ne doivent pas avoir lieu au détriment d'un retour financier satisfaisant (pas de « *trade-off* »). Remarquons finalement que ces différentes caractéristiques sont régulièrement mobilisées par les acteurs de l'impact investing afin de différencier l'impact investing d'autres pratiques qui, d'après eux, sont moins ambitieuses—par exemple, l'investissement ESG ou encore les investissements dits responsables (ISR)[24].

Au regard de cette littérature consacrée en partie aux discours encadrant la pratique[25], on note d'ores et déjà que l'objet « impact investing » a été construit par ses promoteurs et praticiens dans un discours de moralisation de la finance, reposant sur des catégories extérieures à la seule pratique financière et empruntant à des valeurs morales, comme l'intention de faire le bien, le fait d'être comptable de ses actions, de prouver ses impacts positifs. L'impact investing porte donc bien, dans le discours mis en évidence par la littérature, un projet de moralisation du marché, au sens où nous

[22] Quand nous parlons des « acteurs », « promoteurs » de l'impact investing, nous faisons référence d'une part aux organisations qui ont lancé le mouvement, et d'autre part aux institutions financières (banques, gestionnaires d'actifs) qui proposent des services dits d'impact.

[23] « *Mission drift* » est un terme renvoyant au désalignement pouvant survenir entre les impacts visés initialement par l'entreprise et attendus par les investisseurs, et des résultats finaux qui négligeraient ces objectifs sociaux/environnementaux initiaux.

[24] La revendication d'une « intention » initiale ou encore d'un suivi de « long terme » des investissements seraient, selon le discours indigène, une différence importante par rapport à d'autres approches « accidentellement » vertueuses.

[25] Pour être le plus exhaustif possible, il faudrait ajouter à cette littérature sur les discours quelques travaux examinant en particulier les répertoires moraux et émotionnels mobilisés par les investisseurs à impact (Hellman, 2020 ; Roundy, Holzhauer et Dai, 2017).

l'avons défini en préambule. Mais est-ce également le cas des pratiques qui accompagnent ce discours ? Cela dépend principalement de la focale choisie pour observer l'objet.

D'abord, une large partie de la production scientifique ne considère pas, en tant que tel, l'impact investing comme un projet de moralisation du marché de la finance, mais plutôt comme une pratique financière parmi d'autres, soumises à des exigences de rentabilité, à des stratégies d'investissements, et des dispositifs techniques. Ces travaux sont souvent destinés aux praticiens de la finance, selon Daggers et Nicholls (2016). Certains d'entre eux se penchent sur la meilleure composition possible d'un portefeuille d'actions incluant des investissements à impact (Brandstetter et Lehner, 2015). D'autres examinent le processus permettant à un investissement à impact d'être réalisé, interrogeant notamment l'adéquation entre les objectifs sociaux et environnementaux des bénéficiaires, et les attentes des investisseurs. Des études en sciences économiques examinent ensuite les fondements des méthodes de mesure des impacts ou encore les conditions, infrastructures et étapes du déploiement et de l'implantation de cette pratique (Calderini, Chiodo et Michelucci, 2018 ; Dufour, 2019). La pratique de l'impact est donc largement étudiée par des champs disciplinaires qui, plutôt que de questionner l'articulation entre les discours des acteurs et leurs pratiques, proposent des approches plus descriptives du mouvement, ou même prescriptives, lorsque ces travaux sont destinés directement aux investisseurs. Ces écrits peuvent ainsi être vus comme des outils de légitimation et d'institutionnalisation de la pratique de l'impact et ne sont pas nécessairement des points d'accroche scientifiques de notre recherche.

Ensuite, il existe divers travaux qui observent l'impact investing en tant qu'objet ou projet social transformateur ou à visée transformatrice, en raison de son engagement dans des enjeux sociaux/environnementaux éthiques ou moraux. Bien que ces travaux ne prennent pas nécessairement la moralité en tant que telle comme objet d'intérêt, ils analysent des dimensions de l'impact investing qui, au sein de notre appareillage théorique, renvoient à des questions de moralisation des marchés. En suivant cette littérature, nous identifions trois principales approches, que nous proposons de nommer approches « institutionnelle », « technique », et « par financiarisation ». Comme nous le verrons, chacune de ces trois approches contribue, même si elle ne s'y inscrit pas explicitement, à des questions de recherche classiques de la littérature sur la moralisation des marchés identifiée plus haut.

Premièrement, certaines recherches traitent l'impact investing sous un angle que nous nommons **institutionnel.** Tout comme la littérature en sociologie économique a montré comment des

processus de moralisation des marchés ont eu lieu à la faveur d'évolutions juridiques, politiques et publiques, ces travaux mettent l'accent sur les canaux ou entités facilitant le développement de la pratique de l'impact. Cela peut concerner les partenariats entre le public et le privé, l'interaction entre la finance, des ONG et des fondations, ou encore le rôle fondateur de l'État dans la mise en forme des marchés dits d'« impact », labellisant le terme, sanctionnant la catégorie et valorisant la pratique (Casasnovas, 2022 ; Caselli, 2020 ; Chiapello et Godefroy, 2017 ; Tekula et Andersen, 2019). Ainsi, cet agenda de recherche répond à plusieurs types de questions mentionnées plus haut : les conditions de mise en forme de marchés « concernés », de médiation, et de relations entre entrepreneurs de morale et acteurs marchands.

À cet angle institutionnel s'ajoute l'approche **technique**. Cette conception renvoie à une large série de travaux portant sur les dispositifs sociotechniques (Akrich, Callon et Latour, 2006 ; Callon, 1986 ; Callon, Millo et Muniesa, 2007) permettant la traduction, la mesure, la quantification et la mise en marché des objectifs affichés de l'impact investing. Ces études mettent notamment l'accent sur les processus de *valuation* à l'œuvre. Selon Barman (2017), des *« value entrepreneurs »* déterminent la valeur sociale et environnementale des impacts, tout en rendant cette attribution de la valeur compatible avec les mécanismes classiques de la finance. Cette intermédiation entre valeur financière et sociale/environnementale passerait par le développement de dispositifs de mesure et d'évaluation. Ceux-ci permettraient de faire le pont entre les deux objectifs affichés de l'impact investing (le rendement économique et l'impact moral [Barman, 2017]), et les différents publics auxquels les investissements s'adressent, devenant alors un objet-frontière (Barman, 2020). Bourgeron (2020) montre ainsi que le marché de l'impact investing est mis en forme par les gestionnaires d'actifs (individus et organisations faisant des choix d'investissement pour leurs clients), qui assurent la double circulation du capital et des impacts sociaux/environnementaux entre les investisseurs et les entreprises bénéficiaires. La circulation des impacts est alors cadrée par l'utilisation de dispositifs de mesure qualitatifs ou quantitatifs des impacts générés par les investissements, un processus d'étiquetage des entreprises bénéficiaires qui pourraient générer des impacts positifs, un *reporting* des impacts sociaux et environnementaux après décision d'investissement. L'impact investing repose ainsi sur une culture de l'audit impliquant le contrôle *ex post* de l'accomplissement des objectifs définis *ex ante* (Power, 2015 ; Shore et Wright, 1999). Selon Barman (2017), les *« value entrepreneurs »* cadrant cette circulation et cette *valuation* des impacts sont soumis à une pression à la standardisation, quantification et monétisation de la valeur sociale et environnementale des investissements, exigée par un secteur financier reposant sur une fluidité des échanges d'actifs permis par leur comparabilité permanente, et donc par l'utilisation d'indices

et de dispositifs permettant leur commensurabilité (Corpataux, Crevoisier et Theurillat, 2009 ; Theurillat, Crevoisier et Salomon, 2017). Bourgeron (2020) montre également que des définitions concurrentes de la mesure de l'impact s'affrontent, tout en mettant en évidence la domination des conception quantitatives et standardisées. Ce sont ainsi les outils de la finance conventionnelle qui sont progressivement étendus aux dimensions morales de l'impact investing, à travers des dispositifs visant la standardisation et la synthétisation et cherchant à surmonter (ou contourner) la diversité des régimes de valeur liée à l'appréciation des impacts sociaux et environnementaux. En somme, avec le développement de la pratique de l'impact investing, cette littérature emploie ce que nous nommons une approche « technique » de la finance et de ses aspects moraux, dans la mesure où sa mise en œuvre repose sensiblement sur l'adaptation de catégories morales (les « impacts positifs ») à la technicisation nécessaire à leur mise en œuvre au sein de la sphère financière. La littérature analysant cette dimension s'ancre ainsi clairement dans les recherches sur les marchés « concernés », voyant la notion de morale dans les marchés comme le résultat d'adaptations techniques concrètes qui viennent médier des enjeux moraux externes.

Enfin, il faut ajouter à cette approche technique un angle d'analyse étudiant la dimension transformative de l'impact investing comme une composante de la **financiarisation**. Avec cette dernière, nous faisons référence aux travaux qui voient dans le développement de l'impact investing une réponse ou réappropriation de la critique externe adressée aux marchés financiers, et du capitalisme, dans la logique de Boltanski et Chiapello (1999). Cette conception est à comprendre dans la perspective de Chiapello et de sa thèse de la « colonisation » (Chiapello, 2015) par la finance de divers objets non financiers, dans un processus de financiarisation. Selon cette conception plus critique, le développement de la finance verte ou durable—et en particulier de l'impact investing—constitue une continuation des objectifs de financiarisation du capitalisme, et une réaction aux critiques environnementales et sociales adressées à la finance, vernie d'une terminologie morale, qui, sans apporter de nouvelles solutions, repose généralement sur de simples relabellisations et transpositions de problèmes publics dans les cadres d'une sphère financière autorégulée. Au sein de cette approche, trois angles sont utilisés. Premièrement, la financiarisation est observée comme une transformation des politiques sociales publiques reposant sur un processus à la fois idéologique, politique et technique, de privatisation des prérogatives de l'État social (Chiapello, 2017 ; Chiapello et Knoll, 2020b, 2020a ; Chiapello, Knoll et Warner, 2020 ; Golka, 2019). Deuxièmement, une série de recherches examine la financiarisation des objectifs environnementaux. Selon ces derniers, les enjeux climatiques sont de plus en plus délégués au secteur financier privé et subissent des processus d'objectivation, de mesure, et de mise en nombres

qui peinent à se traduire en des impacts positifs concrets sur l'environnement (Chiapello, 2020 ; Chiapello et Engels, 2021). Enfin, cette financiarisation d'enjeux non-économiques soulève la question cruciale du pouvoir. D'une part, les acteurs financiers voient leur pouvoir accru par l'acquisition de ces nouvelles prérogatives, au détriment d'autres entités, comme les pouvoirs publics (Dal Maso, Tripathy et Brightman, 2022 ; Golka, 2023 ; Chiapello, 2023). D'autre part, certaines initiatives de finance durable visent à favoriser le développement du Sud Global, financiarisé par un secteur financier majoritairement localisé dans les pays développés, soulevant la question des dynamiques de pouvoir Nord-Sud (Balsiger, Burnier et Kabouche, à venir ; Chiapello, Engels et Gonçalves Gresse, 2023).

Chacun de ces trois axes (institutionnel, technique, financiarisation) se rattache, comme nous l'avons montré, à des questionnements classiques portés par les recherches en sciences sociales sur la moralisation des marchés. Cela pourrait nous conduire à affirmer que la finance (et en l'occurrence l'impact investing) ne constitue pas un objet particulier de la moralisation des marchés. Cependant, force est de constater que, exceptés certains cas, qui restent d'ailleurs discutables (Déjean et al., 2013), la moralisation de la finance résulte généralement beaucoup moins d'une *interaction* avec les acteurs externes et autres entrepreneurs de morale, dans la mesure où cette interaction est, de fait, beaucoup plus ténue : même si des *pressions* et critiques externes peuvent tout à fait pousser des acteurs financiers à adopter des conduites dites moralisées, les cas étudiés ne mettent pas en évidence d'*interactions* fortes entre ces acteurs marchands et ceux qui portent ces critiques. De ce point de vue-là, l'étude de cas de moralisations marchandes prenant place dans le domaine de la finance pourraient permettre d'observer plus en détail les composantes endogènes (au marché) de ces processus, et d'interroger leurs effets sur les grandes questions sociologiques portant sur la morale dans les marchés (*cf. supra*, partie **I.**).

Ainsi, les travaux existants ne permettent pas tout à fait de comprendre la nature de la moralisation induite par l'impact investing du point de vue de sa particularité de celui de sa place dans la sphère financière, notamment dans son isolement relatif vis-à-vis d'autres acteurs qui, ordinairement, façonnent les marchés moralisés. En effet, si divers dispositifs d'impact, comme les *social impact bonds*[26] sont en interaction directe avec des acteurs extérieurs au champ de la finance, des travaux montrent[27] que l'impact investing est tout de même initialement porté par des acteurs à part entière issus de la sphère financière : essentiellement des banques, mais aussi des entreprises de gestion

[26] Il s'agit d'obligations émises par les États pour le financement de projets à impacts sociaux. Les investisseurs de ces projets sont alors rémunérés par la puissance publique à hauteur du succès des impacts sociaux générés par ledit projet.
[27] *Cf. infra.*

d'actifs, des fonds, et des investisseurs individuels. Ce constat peut être nuancé, car des acteurs non-exclusivement financiers, comme des fondations[28], peuvent aussi prendre part à ces initiatives de finance d'impact. L'endogénéité financière des acteurs de la finance à impact n'est donc pas totale, mais elle semble primer sur les classiques phénomènes d'opposition entre activistes et marché. Ainsi, bien que cela ne soit pas le cas dans toutes les régions où des produits dits « à impact » ont été développés, des cas montrent que l'impact investing est également le résultat d'une évolution interne du champ de la finance et germe sur un terreau plus ou moins favorable, et plus ou moins affecté par l'émergence de produits d'impact. Par exemple, Ducastel et Anseeuw (2020) retracent les évolutions historiques qui ont conduit au développement d'un marché de l'impact investing en Afrique du Sud et montrent que celui-ci repose en réalité sur d'anciens réseaux financiers qui, loin d'être négativement affectés par ce nouvel outil, voient plutôt dans ce dernier le moyen de maintenir un *status quo* au sein d'un régime d'accumulation dominé par des acteurs très ancrés, ce qui répond, en partie, à un phénomène de réappropriation de la critique par des acteurs marchands.

Pourtant, peu de recherches offrent une étude approfondie et ancrée de l'impact investing. Nous y retrouvons notamment les travaux de Golka (2019) qui propose une étude située de l'impact investing au Royaume-Uni, mettant l'emphase sur son ancrage dans des stratégies électorales et des évolutions idéologiques au sein des champs politiques du pays, et leurs interactions avec des champs adjacents, comme celui de la finance. Un autre exemple est la recherche de Chiapello (2017), qui utilise le cas français pour étudier, dans une perspective de sociologie économique, le rôle des dispositifs de jugement (Karpik, 2010) sur la segmentation des marchés de la finance. Bien que ces approches offrent des analyses localisées de l'impact investing, elles ne permettent pas complètement d'observer son développement au sein d'un espace *financier* donné, ni ne se servent d'une telle étude pour décrire la centralité des composantes endogènes de la moralisation d'un espace financier, et l'articulation de ces composantes avec des éléments externes. En d'autres termes, la question suivante nécessite encore d'être approfondie : sur quel mode les acteurs financiers de l'impact investing portent-ils au sein de leur propre espace marchand le projet de moralisation associé à ce mouvement global, et que cela nous apprend-il sur les modes de moralisation des marchés ? Comme nous l'expliquions plus haut (**I.**) en passant en revue trois grands courants étudiant la moralité marchande en général, seule une approche attentive à la fois aux pratiques, aux vecteurs de cette moralité mais aussi aux dynamiques inter- et intra-organisationnelles peut apporter une réponse complète à cette question. Il est alors nécessaire

[28] Comme la fondation Rockefeller, à l'origine du mouvement de l'impact investing, comme présenté plus haut.

d'identifier un angle empirique et théorique permettant cette analyse croisée et tenant compte de ces littératures en sociologie économique, *social movement studies*, et *organization studies*.

Or, si les études sur l'impact investing que nous avons identifiées plus haut et classées en trois catégories sont des appuis à utiliser pour répondre à ces questions, ils ne sont pas seuls suffisants. Les deux premiers (approches institutionnelle et technique), en particulier, traitent plus ou moins directement de la question de la morale au sein de l'impact investing. Ainsi, dans notre recherche, nous ne pourrons pas faire l'économie d'une analyse des rapports entre acteurs externes, régulateurs, entités publiques et acteurs marchands, dans la mesure où un processus social ne peut pas être étudié isolément—mais dans le même temps, nous accorderons une importance accrue à *l'internalité* de la moralisation marchande, qui n'est pas au cœur de ces travaux. De même, les approches microsociologiques mettant l'accent sur les dispositifs techniques sont essentielles à la compréhension de l'activité et des pratiques concrètes du phénomène observé, et elles seront des éléments importants de notre analyse ; mais nous utiliserons ces résultats pour les mettre au service de la compréhension plus générale du processus de moralisation en tant qu'élément prenant place dans un sous-champ de la finance. Enfin, l'angle de la financiarisation, observant la dimension macroscopique du verdissement de la finance, ne peut pas être ignoré. Même s'il tend davantage à déconstruire la question morale de la finance d'impact pour mettre l'accent sur les mutations politiques et l'évolution des dynamiques de pouvoir qui en résultent, il permet de comprendre en quoi l'impact investing participe d'une évolution plus générale du capitalisme. Cette perspective est absolument cruciale, à la fois pour comprendre les motivations des acteurs, leurs justifications et les infrastructures de l'objet d'étude. Pour autant, nous ne ferons pas de ces questions l'horizon de notre recherche, car nous estimons que la compréhension du mode de moralisation marchande de l'impact investing, et l'attention portée à certaines de ses composantes endogènes doit avant tout passer par l'étude de son ancrage au sein de la finance, dans un espace défini.

Ainsi, le peu d'études de l'impact investing comme pratique ancrée ne nous permet pas de comprendre pleinement la multi-dimensionnalité des dynamiques internes du processus de moralisation qui est porté avec son développement, ainsi que la dimension « autorégulée » du mouvement d'ailleurs pointée par Chiapello (2020a, 2020b), comme mentionné plus haut, et l'interaction entre éléments endogènes et exogènes. Tout processus de moralisation gagne en effet à être étudié au sein même du champ dans lequel il s'ancre, nous rappelle Beckert (2012) et ce, même s'il concerne une activité transnationale comme la finance (Attencourt et Siméant, 2015). C'est en raison de ce manque qu'il existe selon nous un intérêt à étudier le cas du développement

de l'impact investing dans la région de Genève, et selon une approche se situant à l'intersection des grands courants observant les cas de moralisation des marchés.

IV. Questions de recherche et angles d'analyse

L'un des enjeux centraux émergeant de plusieurs champs disciplinaires consacrés à l'étude des marchés moraux concerne les frontières de ces marchés, et la manière dont elles sont tracées. Comme nous l'avons vu, un pan de la recherche s'intéresse à la délimitation de ce qu'est un marché « moral », à sa distinction d'avec les autres espaces marchands, et à sa mise en forme. D'autre part, la littérature sur les mouvements sociaux montre que les marchés moraux peuvent être façonnés par des acteurs extérieurs, ou résulter de leur collaboration avec les acteurs marchands, posant là aussi la question des frontières et interactions entre ces groupes aux fonctions et intérêts variés. Et outre le problème de la définition et de la délimitation d'un marché moral, se pose immédiatement la question des enjeux de légitimité, de lutte, de coopération, et de pouvoir entre les acteurs qui composent ces marchés. Dans ce travail doctoral, nous proposons d'aborder ces questions à travers une approche sensible à l'interaction des acteurs constitutifs des champs dans lesquels évoluent les marchés moraux. Ainsi, dans le cas de l'impact investing à Genève, nous serons attentifs à l'émergence initiale de son champ, aux acteurs qui le composent, et aux interactions entre ce champ, son noyau dur, et des éléments qui lui sont plus ou moins extérieurs. En particulier, **(a) quelles composantes internes à un espace marchand de la finance s'activent-elles dans son processus de moralisation, (b) quel rôle jouent-elles et comment ces dimensions internes s'articulent-elles avec des éléments exogènes, c'est-à-dire à l'extérieur ou à la périphérie de l'espace en question**[29] **?** Nous chercherons alors à caractériser les relations unissant l'extérieur des marchés *et* leur intérieur, dont le rôle dans les processus de moralisation est moins connu, comme nous l'avons montré plus haut.

En mettant la focale sur l'étude des composantes internes d'une moralisation marchande et leurs relations avec des mécanismes plus externes, nous poserons à nouveau les grandes questions soulevées par les travaux sur les marchés moraux mentionnés jusqu'ici, tout en les renouvelant au

[29] Rappelons à nouveau ici que nous ne considérons pas l'endogénéité (*vs* l'exogénéité) comme une catégorie figée. Au cours de notre analyse, nous mettrons en évidence le spectre sur lequel celle-ci se déploie dans notre cas d'étude, et les différentes réalités qu'elle peut recouvrir. Pour ne donner qu'un exemple, des individus, organisations, ou processus peuvent être endogènes au champ de l'impact investing genevois de par leur appartenance au monde de la finance, mais exogènes à celui-ci de par leur éloignement géographique—et vice-versa. Le premier chapitre empirique sera l'occasion d'explorer la complexité de cet enjeu d'endogénéité.

prisme des dimensions internes et externes du marché étudié. À ce titre, nous aborderons trois principales questions analytiques, qui articulent les pratiques, individus, et organisations :

1. Quelles sont les **frontières et les dynamiques de structuration** du marché moralisé de l'impact investing à Genève ? Quel rôle les mécanismes et acteurs endogènes et exogènes occupent-ils respectivement dans ces processus ? Quelles relations unissent ces aspects internes et externes, au regard des connaissances existantes sur les processus internes et externes de moralisation des marchés ?
2. Sur quels **pratiques et régimes de valeurs** un tel marché s'appuie-t-il ? Déploie-t-il ses propres formes de valuation économique et morale ou s'appuie-t-il sur des dispositifs, labels, ou catégories qui lui sont extérieurs ? Quel est l'interaction entre ces régimes de valeur et les pratiques qui se déroulent sur ce marché ?
3. Quelle est l'articulation entre l'organisation de ce marché, ses pratiques, et sa composition, c'est-à-dire **le profil des individus** qui le constituent ?

Dans la section qui suit, nous présentons l'enquête empirique réalisée pour répondre à ces questions.

L'enquête

Cette enquête prend place dans le cadre d'un projet soutenu par le Fonds national suisse (FNS). Le subside associé (n°100017_185145) couvre une recherche qui s'est déroulée entre juin 2019 et août 2023, sous la direction du professeur Philip Balsiger, et comprenant un chercheur postdoctoral, Daniel Burnier, ainsi qu'un doctorant, moi-même. Le travail doctoral réalisé s'appuie à la fois sur les données collectées dans le cadre de ce projet, et sur des segments de recherche spécifiques à la thèse, dont le travail de terrain a été réalisé de septembre 2019 à août 2022.

I. Le cas : l'impact investing à Genève

Le cas d'étude choisi vise à répondre aux questions posées dans les précédentes sections. Il doit notamment correspondre aux objectifs théoriques fixés, à savoir la conduite d'une étude permettant d'analyser en détail les composantes endogènes de la moralisation d'un marché financier à impact, et leur articulation avec des éléments plus externes, en prêtant une attention particulière à l'ancrage de ces processus dans les espaces marchands. Le cas choisi doit ainsi à la fois présenter des processus de moralisation dont les composantes internes sont suffisamment visibles et centrales pour être analysées, et être clairement ancré dans un espace marchand cohérent et défini, en l'occurrence, un marché financier. Nous avons déterminé que le choix de l'étude de l'impact investing à Genève satisfait ces conditions principales. En effet, d'une part, l'espace financier genevois se caractérise par un haut niveau d'endogénéité, en particulier en raison de la présence de grandes institutions financières et bancaires, souvent aux mains de familles solidement installées dans la finance de la ville, et évoluant dans un espace dense et réduit. Nous reviendrons en détail dans le chapitre 1 sur ces différents éléments, notamment en nous appuyant sur des travaux existants (Araujo, 2020 ; Mach et Araujo, 2018 ; Mazbouri et Guex, 2010). D'autre part, cette endogénéité du champ se couple à la présence de diverses organisations externes aux espaces financiers, en particulier divers organes des Nations unies, fondations, et ONG, qui, nous le verrons également dans le premier chapitre, interagissent avec les sphères financières dans le déploiement de la finance d'impact. La région de Genève est ainsi l'un des berceaux de la finance dite durable et de la philanthropie, comme le montrent diverses publications (David et Heiniger, 2019 ; Topalov et Baciocchi, 2019), mais aussi de la microfinance et du microcrédit, pratiques consistant à investir dans la mise en place de services financiers dans des régions défavorisées et coupées des canaux de la finance (Fanconi et Scheurle, 2017). Ces particularités genevoises (sur

lesquelles nous reviendrons largement) et notamment l'existence d'un terreau propice et historiquement ancré, favorable au développement de nouvelles formes de la finance durable, nous ont incité à voir dans ce cas topique l'opportunité d'examiner les dynamiques moralisation de la finance à travers l'impact investing, en zoomant en particulier sur la centralité de leurs composantes endogènes aux espaces financiers, et sur la manière dont celles-ci s'articulent avec des éléments externes.

Notre unité d'analyse et notre focale empirique se posent ainsi sur la partie « offre » du marché de l'impact investing genevois. Autrement dit, nous observons empiriquement les institutions financières genevoises qui offrent à leurs clients des produits d'investissement permettant de placer leur argent dans des entreprises ou projets dont l'activité est censée générer des impacts positifs sur la société ou l'environnement. Ces institutions financières sont généralement des gestionnaires d'actifs, c'est-à-dire des entreprises qui prennent des décisions stratégiques d'investissement pour les clients qui leur confient leur argent[30]. Cet argent peut alors être déposé dans des fonds tenus par les gestionnaires d'actifs, ou bien détenus par d'autres institutions financières, comme des banques. Selon les produits d'investissement, les clients peuvent être des individus ou des investisseurs institutionnels (entreprises, fondations, États…). C'est sur les gestionnaires d'actifs que notre enquête s'est principalement portée, car ces derniers constituent le cœur de la face « offre » du marché : il s'agit des professionnels qui structurent les produits, opèrent les décisions d'investissement, mais aussi et surtout évaluent leurs impacts sociaux/environnementaux potentiels et réels. Comme dans la finance conventionnelle, ces acteurs sont au centre de la sphère financière. Avec notre étude, nous cherchons à rendre compte de la quasi-totalité de ce segment de l'impact investing genevois. Ainsi, nous proposons une étude de cas des principales organisations de type « gestionnaires d'actifs » (ou assimilées) dont l'ensemble de l'activité se réclame de l'impact investing. Ces organisations sont au nombre de huit, et leur identification est présentée au cours du chapitre 1 de la thèse. Au cours de la lecture, et en particulier à partir du chapitre 2, nous recommandons au lecteur de se référer à l'annexe 2 qui concentre les informations principales sur ces huit organisations et facilite leur suivi au fil des analyses.

Cela étant dit, on pourrait à juste titre objecter qu'une étude mettant l'accent sur l'analyse des mécanismes endogènes d'un processus peut être biaisée si elle ne se focalise justement que sur cette dimension interne, sans jamais observer des éléments externes. C'est pourquoi le cœur de l'enquête

[30] Ces institutions peuvent aussi être des « intermédiaires ». Dans ce cas, ils ne gèrent pas directement des fonds, mais jouent davantage un rôle de conseil sur les investissements.

sur les gestionnaires d'actifs s'accompagne d'incursions empiriques—que nous décrivons plus loin—sur d'autres espaces sociaux, à savoir les fondations, acteurs publics, associations professionnelles, Nations unies et acteurs académiques en lien avec les sphères financières actives en impact investing.

II. Processus d'enquête

Après une mise à jour de nos connaissances théoriques de la littérature existante, l'entrée empirique sur le terrain de l'enquête a eu lieu entre octobre et novembre 2019. Tout d'abord, nous avons consolidé notre connaissance de la catégorie « impact investing », en examinant les littératures grises autour de l'objet, dépassant la seule sphère genevoise. Nous avons en particulier lu et analysé plusieurs dizaines de documents de communication publiés par le GIIN[31], depuis la naissance du terme, avant d'observer la finance d'impact à Genève. Nous avons commencé par effectuer des recherches internet pour identifier les acteurs, groupes d'acteurs, et événements en lien avec la finance durable à Genève, et plus particulièrement l'impact investing. L'examen de sites *web* et le suivi des *newsletters* nous a permis de répertorier ces éléments, et notamment la tenue d'un événement, la Building Bridges Week[32], en octobre 2019, à Genève. Rassemblant des acteurs de la finance de la ville et du reste de la Suisse, ainsi que des organisations périphériques, comme des ONG actives dans la finance dite durable, ou encore des membres de l'ONU, cet événement a constitué un point saillant de notre accès au terrain. Nous y avons en effet repéré les organisations principales pouvant entrer dans notre analyse, leurs éléments de discours et objectifs affichés, mais nous avons pu aussi entrer en relation avec des individus centraux, notamment un banquier que nous interviewé par la suite et qui nous a communiqué le contact de plusieurs acteurs éminents de la finance genevoise, facilitant les entretiens.

À ce stade, nous avons, d'une part, commencé l'élaboration de guides d'entretiens exploratoires pour interviewer les individus dont nous avons obtenu le contact en premier ; et d'autre part, nous avons étendu notre analyse des littératures grises aux documents de communication de gestionnaires d'actifs genevois positionnés en impact investing, et identifiés à ce moment de l'enquête. Ces documents consistent en des brochures publicitaires destinées à de potentiels investisseurs, des prises de positions sur les supposées vertus de la finance d'impact, ou encore des « rapports d'impact », c'est-à-dire des comptes-rendus (souvent annuels) de la performance sociale

[31] La plupart sont disponible à l'adresse suivante : https://thegiin.org/research-and-opinions/ (dernière consultation le 17.06.2024)
[32] Nous revenons sur cet événement dans l'analyse empirique.

ou environnementale d'investissements gérés par ces gestionnaires d'actifs. La réalisation de ces deux tâches nous a permis de commencer une première vague comprenant une dizaine d'entretiens semi-directifs et exploratoires, visant à la fois une meilleure compréhension de l'organisation de l'espace de la finance d'impact à Genève et la répartition des organisations financières qui le constituent, et un décryptage des catégories utilisées par les acteurs marchands, des formes d'investissements et des stratégies, ainsi que de l'enjeu d'évaluation des impacts sociaux et environnementaux. De plus, ces premiers entretiens ont permis d'obtenir le contact d'autres enquêtés, qui, par ramification, nous ont permis à leur tour d'étendre notre pool d'enquêtés susceptibles d'être interviewés.

Entre-temps, la pandémie de Covid-19 a perturbé notre accès au terrain, rendant impossible toute observation ou entretien en face-à-face, et compliquant la participation d'acteurs que nous avons dû relancer de nombreuses fois par email. En particulier, pendant cette période où le distanciel prévalait, la totalité des événements organisés à Genève en lien avec la finance durable ont été annulés, et nos demandes pour réaliser des observations directes ou participantes (notamment *via* des stages), ont été systématiquement refusées ou ignorées. Nous avons donc choisi de débuter la construction d'une base de données des individus travaillant au sein de gestionnaires d'actifs en impact investing à Genève, afin de compenser l'absence de données d'observation de long terme. Nous revenons plus loin dans la thèse (chapitre 3) sur la méthodologie de cette collecte et sur les analyses que ces données ont permis d'effectuer. À l'issue du printemps 2020, l'accalmie de la situation sanitaire a favorisé l'accélération de la collecte de données, en particulier la réalisation d'entretiens auprès d'acteurs financiers, cette fois-ci, plus adaptés à une question de recherche qui s'est entre-temps précisée, et a donné lieu à des guides d'entretiens plus pointus. Jusqu'à l'hiver 2021-2022, nous avons donc mené, sur la base de ces questions, une nouvelle vague d'une trentaine d'entretiens, tout en constituant notre base de données.

Enfin, au fur et à mesure de la collecte, de l'affinement des questions de recherche et des premières analyses, nous avons pu identifier quelques manques dans les données empiriques, nous conduisant à réaliser une dernière vague d'entretiens (une dizaine), au premier semestre 2022, avec des acteurs financiers et quelques enquêtés plus périphériques (acteurs publics et associatifs). La fin de la pandémie a également permis la tenue d'une nouvelle édition de la Building Bridges Week, à Genève, en novembre 2021. À cette occasion, nous avons pu accéder à des événements ordinairement fermés au public, qui nous ont été ouverts par l'une de nos enquêtés, mais aussi en tant que bénévole. Cette observation participante a permis de collecter des données

supplémentaires sur les discours tenus par les acteurs du champ, mais aussi de nouer des liens avec quelques enquêtés que nous avons pu interviewer ultérieurement.

III. Rapport au terrain et difficultés rencontrées

Accès aux entretiens

Bien que nos enquêtés occupent souvent des postes élevés dans leurs entreprises, et nous signalent généralement que leur emploi du temps est chargé, nous avons essuyé peu de refus directs de leur part. Généralement, il a été nécessaire de leur envoyer une à trois relances par email pour fixer un créneau d'entretien avec eux. En dehors de la période de pandémie, il n'a pas été difficile d'obtenir des entretiens auprès d'au moins une à deux personnes travaillant dans chaque entreprise constituant le cœur de notre terrain. Il nous semble que cette relative facilité à atteindre les acteurs de ces entreprises, y compris à des rangs élevés, provient de la légitimité qu'ils octroient à leur activité (la finance durable) dont ils font volontiers la promotion, notamment dans la presse locale et nationale. Ils sont ainsi peu réticents à valoriser cette activité dans un autre contexte, en l'occurrence un entretien sociologique, sans forcément montrer un engouement démesuré pour la participation à l'enquête. Loin de voir l'entretien comme un risque pour eux, la plupart de nos interviewés se sont montrés très peu préoccupés par les enjeux de confidentialité dont nous leur faisions part, et en particulier, plusieurs d'entre eux nous ont indiqué ne pas requérir d'anonymisation de leurs propos. Ils nous affirmaient généralement « assumer » et « endosser » ces derniers.

En revanche, il est arrivé à plusieurs reprises qu'au-delà de ces deux interviews par entreprise, l'on ne donne pas suite à davantage de sollicitations. De plus, nous n'avons pas été en mesure d'entrer en contact avec des investisseurs initiaux, malgré plusieurs tentatives. Qu'ils soient des individus ou des institutions, ces investisseurs voient leur discrétion protégée par leurs gestionnaires d'actifs et nous n'avons donc pas pu les intégrer à notre pool d'interviewés, nous amenant à focaliser notre enquête sur les « intermédiaires », c'est-à-dire, les gestionnaires d'actifs. De ce point de vue, il nous a semblé que la disposition de nos enquêtés à parler de leurs activités et à la valoriser n'a pas été pour autant synonyme d'une ouverture plus profonde du terrain : si l'essentiel d'entre eux se sont montrés enthousiastes dans le récit de leurs accomplissements, leur parcours personnel, et leurs motivations, ils ne nous ont jamais invités à assister à des événements fermés au public, notamment au sein de leur organisation.

Position de l'enquêteur et déroulement des interactions

La principale particularité (ou difficulté) méthodologique de cette enquête réside dans le statut des enquêtés. Bien qu'ils n'occupent pas tous les mêmes rangs dans leurs entreprises, ni ne possèdent le même statut social, un grand nombre d'entre eux possèdent un capital économique et symbolique très élevé, voire appartiennent à des grandes familles de *« l'aristocratie bourgeoise »* (Cassis et Debrunner, 1990) des banquiers ou industriels genevois. La confrontation avec ces enquêtés est donc susceptible d'impressionner l'enquêteur, et pose un problème classique d'asymétrie dans l'interaction (Demazière, 2008), plaçant ce dernier dans une posture de potentielle infériorité (Pinçon et Pinçon-Charlot, 1991). Cette difficulté a sensiblement été réduite par le fait que l'essentiel des entretiens se sont déroulés en ligne—en raison notamment de la pandémie—diminuant nettement le caractère exceptionnel ou déstabilisant de ces interactions. Dans les cas où cela n'a pas été le cas, il nous a fallu adopter des stratégies de présentation de soi (Chamboredon et al., 1994) visant à neutraliser au maximum les asymétries. Nous avons notamment choisi de nous présenter en entretien dans une tenue correcte, mais sans chercher à adopter les mêmes codes vestimentaires que les enquêtés. En particulier, excepté lors d'un événement d'observation à la Building Bridges Week, nous n'avons pas opté pour le costume, ni la cravate, pour éviter d'avoir l'air « d'imiter » et ainsi risquer la « fausse note » (Chamboredon et al., 1994 ; Pinçon et Pinçon-Charlot, 1991). En règle générale, la domination sociale exercée par les enquêtés n'a pas été manifeste, ni déstabilisante, ces derniers affichant le plus souvent une grande cordialité, voire proposant le tutoiement, ou un registre de langage familier. Les seules marques de possible condescendance observées ont consisté en quelques formulations doctes, avec mon prénom en incise, telles que *« vous savez, Noé »*, *« vous comprenez, Noé »*, mais qui peuvent également être interprétées comme une approche didactique face à une personne extérieure au milieu de la finance, et généralement bien plus jeune qu'eux. *In fine*, cette posture didactique a plutôt été un avantage dans la relation d'enquête. Les interviewés ont ainsi souvent montré un certain intérêt dans la présentation de leurs activités à un non-initié, les incitant parfois à se lancer dans des monologues retraçant en détail certains événements, anecdotes à l'appui. Ces passages se sont révélés très précieux dans notre analyse des événements ayant conduit à l'émergence de la finance d'impact à Genève (chapitre 1).

Si l'accès initial à des entretiens avec des « *top business executives* » (Thomas, 1993) a été moins difficile qu'anticipé pour les raisons évoquées plus haut, la disponibilité effective de ces derniers a souvent été fluctuante. Ceux-ci nous ont souvent signifié qu'ils ne disposaient que de durées très courtes à nous accorder et c'est pourquoi il était fréquent que les entretiens durent moins d'une heure. Ce

facteur nous a contraint à soigneusement prioriser nos questions en amont et à les poser dans un ordre stratégique, pour éviter de gâcher des entretiens qui, la plupart du temps, étaient difficilement renouvelables, en raison de l'agenda chargé des enquêtés. La faible disponibilité de ces derniers, combinée au contexte sanitaire, a également conduit, comme précisé plus haut, à la réalisation d'entretiens majoritairement à distance. Comme observé par Tomás et Bidet (2023), ce type d'approche pose divers problèmes méthodologiques, notamment la difficulté de construire une entente avec l'interviewé. Pour maintenir une interaction qui soit la plus fluide possible, nous avons privilégié, lorsque c'était possible, les entretiens en vidéo, offrant une proximité plus forte avec les enquêtés. Un autre enjeu concerne le stockage des données d'entretiens. Nous avons la plupart du temps opté pour un enregistrement *via* dictaphone (ou logiciel apparenté sur smartphone), qui permet un stockage plus contrôlé des données (Tomás et Bidet, 2023), et n'implique pas la sauvegarde de la vidéo. Ensuite, c'est surtout sur le plan du vocabulaire et de la maîtrise de la complexité des mécanismes financiers que notre extériorité au milieu de la finance a pu, dans un premier temps, compliquer notre interaction en entretien. Lors des premiers entretiens, il a parfois été difficile de suivre les enquêtés, faisant un important usage d'anglicismes et de catégories propres à leur milieu professionnel. L'enjeu était alors de maintenir un équilibre entre la demande d'explications supplémentaires de leur part, et le maintien d'une interaction fluide. De plus, il peut être délicat de demander certaines précisions sur des catégories qui semblent évidentes aux enquêtés et ainsi réduire leur consentement à répondre, ensuite, à des questions plus approfondies. Cela s'est produit à quelques reprises lors des premiers entretiens exploratoires, qui ont par conséquence été moins riches. Si ceux-là nous ont moins permis d'aborder des questions de recherche poussées, ils nous ont octroyé des connaissances de base, et appris à manipuler des catégories financières utiles aux entretiens qui ont suivi. Dans le même temps, nous avons constamment cherché à réduire l'écart entre nos enquêtés et nous, en poursuivant la lecture de sources écrites variées (*cf. supra*) permettant de se familiariser avec les catégories indigènes sans avoir à demander des précisions aux enquêtés en entretien.

Enfin, un important enjeu de cette enquête concerne notre positionnement par rapport à l'objet étudié. Nous sommes venus à rejoindre ce projet de recherche après un mémoire de master portant sur une autre forme de moralisation marchande relativement atypique : la coopération des militants véganes français avec les acteurs du marché de l'agro-alimentaire. De ce point de vue, notre approche initiale était fortement imprégnée de questions que nous avions pu nous poser auparavant : est-que l'impact investing est un mouvement social ? Est-il avant tout une façon de relégitimer la finance ? De plus, la finance dite durable, dont l'impact investing est une sous-

catégorie, est loin d'être un objet politiquement neutre. Comme précisé dans le prologue de la thèse, un grand nombre d'initiatives dites durables ou éthiques issues du monde de la finance sont scrutées et critiquées par divers régulateurs, ONG, ou acteurs politiques. De toute évidence, nous ne sommes pas imperméables à ces approches et aux accusations de *« greenwashing »* portées sur ces activités, jetant le doute à la fois sur les intentions des acteurs financiers qui les portent, leur sincérité, et leurs résultats. De plus, l'existence d'une importante littérature critique en sociologie sur ces initiatives nourrit cette posture sceptique. Pour réduire les biais que cette position initiale peut impliquer, nous avons, dès le début de l'enquête, cherché à l'objectiver pour nous même, et avec des collègues, y compris au sein du projet de recherche. Nous avons alors déterminé qu'une importante part de ce scepticisme véhiculé dans le débat public, et imprégné dans certaines de nos conceptions, porte en réalité sur la « sincérité » et « l'honnêteté » des acteurs financiers promettant une approche durable. D'ailleurs, l'évocation de ce sujet de recherche dans des conversations informelles, y compris en dehors des milieux académiques engendrait généralement des réactions portant sur ces catégories : honnêteté, sincérité, *greenwashing*. En examinant ces notions, nous avons alors choisi de les exclure consciemment de nos outils analytiques. Autrement dit, nous avons estimé que notre recherche ne portait pas sur la vertu morale de nos enquêtés, ou sur leur sincérité, et que ces enjeux se situaient en dehors d'une approche sociologique, celle-ci n'ayant pas vocation à sonder les âmes des individus ou leur intériorité. En objectivant clairement cela et en cherchant à atteindre une forme de neutralité compréhensive (Beaud, 1996 ; Demazière, 2008), nous avons beaucoup plus aisément pris de la distance avec une interprétation idéologique de l'objet, et ainsi évité un certain nombre de biais liés à une collecte et un traitement orientés du matériau empirique, notamment dans la préparation des guides d'entretien.

IV. Collecte, traitement et analyse des données

Les données d'entretien[33], qui constituent une part importante de notre matériau empirique, proviennent des interviews mentionnées plus haut. Chaque enquêté ayant accepté de participer à ces entretiens a reçu un document contenant les objectifs du projet de recherche financé par le FNS, ainsi que des explications orales sur les buts de cette recherche dans le cadre de la thèse de doctorat. Chaque entretien a été enregistré (audio seulement, en général), après avoir recueilli le consentement oral et/ou écrit des interviewés. Ceux-ci ont reçu de notre part toutes les informations sur les conditions de déroulement de l'entretien, son enregistrement, le stockage et

[33] Aux entretiens, il convient d'ajouter quelques échanges par emails avec des enquêtés. Certains d'entre eux sont mobilisés au cours du développement empirique.

l'utilisation des données qui en proviennent. À l'issue de chaque entretien, un bref document relatant les conditions dans lesquelles il s'est déroulé, et une description du lieu de son déroulement (le cas échéant), a été rédigé. Chacun des 46 entretiens réalisés a été intégralement transcrit que ce soit par nos soins, un assistant de recherche, et/ou avec l'aide d'un logiciel. Les documents textuels de ces entretiens ont ensuite été importés et traités dans le logiciel Atlas.Ti. Celui-ci nous a permis de coder les différents passages de ces entretiens. Dans un premier temps, ce codage a été essentiellement thématique, et nous a permis de dégager des axes de questionnements empiriques. Puis, à mesure que nos questions de recherches se sont précisées, nous avons affinés les codes utilisés et en avons développés de nouveaux correspondant à des dimensions analytiques de la thèse. Ce processus itératif nous a permis de proposer *in fine* une lecture et une analyse approfondie de ce matériau au regard des questions empiriques et théoriques qui nourrissent la thèse. Un tableau listant les individus interviewés figure en annexe de la thèse (*cf. Annexe 1*).

Chaque observation (directe ou participante) —et en particulier parmi les deux principales réalisées lors des éditions 2019 et 2021 de la *Building Bridges Week*—a donné lieu à une prise de note en direct, lorsque c'était possible, et à une mise au propre de ces notes plus tard, le jour même, en soulignant les éléments susceptibles de nourrir notre recherche. Ces éléments, consignés dans un carnet de terrain numérique, ont été mobilisés à plusieurs reprises dans l'analyse empirique de ce travail doctoral.

En ce qui concerne les sources écrites utilisées, celles-ci ont été sélectionnées *via* des recherches sur sites *web*, mais aussi en collectant des documents physiques ou numériques qui nous ont été donnés par nos enquêtés, ou qui étaient en accès libre lors de notre participation à des événements. Sur les sites *web* des gestionnaires d'actifs constituant le cœur de notre terrain, nous avons en particulier collecté les rapports d'impact, nécessaires à l'analyse des méthodes de comptabilisation des impacts sociaux et environnementaux des investissements, analysées plus en détail dans le chapitre 2. Au total, nous avons systématiquement collecté et analysé entre 2 et 5 rapports d'impact pour chaque gestionnaire d'actif constituant notre terrain[34], mais aussi les fiches d'information sur leurs fonds quand elles étaient disponibles, et divers documents de communication, brochures, ainsi que le contenu de leurs sites *web*. Nous avons ajouté à ceci l'analyse des *white papers*[35] de ces entreprises, lorsqu'ils étaient disponibles. Nous avons également consulté les *white papers* et les documents de communication d'organisations internationales, ONG et associations professionnelles actives dans

[34] Nous présentons dans le chapitre 1 ces gestionnaires d'actifs principaux (entreprises) au nombre de 8.
[35] Ces documents initiaux définissent généralement les objectifs de ces organisations, ainsi que leurs méthodes.

la promotion de l'impact investing, œuvrant à son développement et sa délimitation. Enfin, des textes de lois européens sur la régulation des catégories de la finance durables ont également été utilisés dans l'analyse. Parmi les nombreux documents examinés, plusieurs dizaines d'entre eux sont mobilisés directement et présentés plus en détail au cours de l'analyse empirique. L'ensemble des documents pertinents collectés ont également été ajoutés à notre corpus sur Atlas.Ti, codés et analysés selon la même méthode que celle employée pour les entretiens.

Pour préserver l'anonymat des enquêtés, tel que cela leur a été promis, nous avons, en utilisant les données dans l'analyse, systématiquement modifié les noms des individus, mais aussi de leurs organisations, avec quelques exceptions[36]. On aurait pu effectuer une anonymisation totale, mais ces exceptions répondent à plusieurs enjeux :

- L'organisation désignée peut être une institution célèbre, dont l'identification immédiate peut faciliter la lecture et aider à saisir la portée du propos tenu sur celle-ci ;
- Il se peut qu'une anonymisation d'une institution célèbre se révèle superflue. Par exemple, un lectorat suisse ou au fait du système bancaire suisse identifiera immédiatement les « deux plus grandes banques du pays », *i.e.* UBS et Credit Suisse ;
- La non-anonymisation de certaines organisations rend inutile l'anonymisation d'autres organisations, lieux, personnes et événements, rendus identifiables par leurs liens avec des entités non-anonymisées. Dans tous les cas, néanmoins, nous avons anonymisé les personnes et organisations auprès desquelles nous avions garanti une telle anonymisation, et mis en œuvre les moyens à notre disposition pour limiter le risque de leur identification.

En ce qui concerne les entités que nous avons anonymisées, dans un premier temps, nous avons cherché à établir des codes combinant chiffres et lettres pour désigner les différentes organisations, selon leur nature, par exemple « AM1 » pour « *Asset Manager 1* ». Nous avons finalement abandonné cette stratégie car nous estimions qu'elle ne permettait pas de suivre aisément les entreprises mentionnées lors de la lecture, ni de retranscrire la complexité des liens entre des individus, familles et entreprises du champ. En particulier, la dimension familiale de l'organisation de ce champ implique que certaines entreprises portent le même nom que nos enquêtés, et il nous a semblé important de faire apparaître cette particularité. En effet, en proposant une analyse ancrée et localisée d'un espace marchand, rendre compte de la dimension interne des relations individuelles et organisationnelles est crucial. Nous avons donc finalement opté pour l'utilisation de

[36] La totalité des noms propres ou noms d'organisations sont des pseudonymes, sauf si l'inverse est indiqué en note de bas de page.

pseudonymes pour les individus et organisations. Nous avons néanmoins cherché à conserver, avec les pseudonymes des individus, le statut social, l'origine culturelle attachés aux noms initiaux, et leurs liens avec des organisations mentionnées. Pour les organisations, nous avons tenté de préserver, lorsque cela était possible sans trahir l'anonymat, d'éventuelles significations portées par les noms originaux.

Enfin, ce travail de recherche s'appuie également sur des données quantitatives, issues d'une base de données que nous avons constituée, comme mentionné plus haut. Celle-ci regroupe 187 individus travaillant dans la finance d'impact à Genève, et contient des éléments sur leur parcours scolaire et professionnel. Les détails méthodologiques de sa conception et de son traitement quantitatif sont présentés en début de chapitre 3, où elle est mobilisée de manière extensive.

V. Arguments et organisation de la thèse

À l'issue de notre revue de la littérature, nous avons formulé la question suivante : **quelles composantes internes à un espace marchand de la finance s'activent-elles dans son processus de moralisation, quel rôle jouent-elles et comment ces dimensions internes s'articulent-elles avec des éléments exogènes, c'est-à-dire à l'extérieur ou à la périphérie de cet espace ?** Nous exposions alors trois angles analytiques sous lesquels aborder cette question :

1. Quelles sont les **frontières et les dynamiques de structuration** du marché moralisé de l'impact investing à Genève ?
2. Sur quels **pratiques et régimes de valeurs** un tel marché s'appuie-t-il ?
3. Quelle est l'articulation entre l'organisation de ce marché, ses pratiques, et sa **composition** ?

Chacune de ces trois questions peut alors être opérationnalisée en un axe de recherche empirique. Nous formulons alors trois axes, correspondant aux trois chapitres de cette thèse, et répondant respectivement aux questions 1, 2 et 3.

Le premier chapitre analysera l'émergence de l'impact investing genevois en tant que champ. Il questionnera le rôle des mécanismes internes de la finance genevoise dans l'émergence de l'impact investing dans la ville. Nous remonterons aux origines historiques de la finance traditionnelle à Genève pour comprendre le rôle que ce noyau dur a joué dans le développement

de la finance d'impact. Nous y verrons que cette dernière entretient une dépendance forte à l'égard des structures de la finance de la ville—en particulier de ses acteurs et institutions les plus installées, à savoir quelques banques privées centenaires. Nous montrerons que c'est à la faveur de ce terreau propre à la finance traditionnelle de la cité genevoise, couplée à quelques chocs et crises exogènes, qu'un champ de l'impact investing y a émergé et évolué, comme sous-champ de la finance classique, selon des objectifs de moralisation marchande particulièrement composites et évoluant au gré des opportunités commerciales se présentant aux acteurs.

Le second chapitre sera consacré à l'étude des pratiques de ce marché moralisé. Il analysera la manière dont les questions morales au cœur de l'impact investing se traduisent dans des interprétations diverses selon les acteurs et institutions du champ, et la mise en place de régimes de valeur variés. En effet, comment déterminer les pratiques et les standards qui relèvent ou ne relèvent pas de l'impact investing ? Faisant le lien avec le précédent chapitre, il montrera notamment que la prégnance des mécanismes de contrôle endogènes dans le champ offre à ses participants une grande permissivité dans leurs mises en œuvre pratiques du concept d' « impact ». Nous procéderons à ces analyses en portant notre attention sur les pratiques concrètes d'investissement des gestionnaires d'actifs en finance d'impact, et en particulier sur les dispositifs de mesure d'impact.

Le troisième chapitre revient sur les profils des acteurs individuels constituant le champ. Si le fonctionnement et les mécanismes du marché de l'impact investing à Genève dépend en grande partie de dynamiques inter-organisationnelles du champ (chapitre 1) et des pratiques qui s'y déroulent (chapitre 2), il n'en demeure pas moins incarné par des individus. En nous appuyant sur des méthodes mixtes, nous cherchons dans ce chapitre à faire le lien entre organisation du champ, pratiques, et caractéristiques individuelles. En particulier, ce chapitre tente d'expliquer les connexions entre la répartition des moralités ancrées dans les pratiques variables dans le champ, et les parcours scolaires et professionnels des individus qui le constituent. Nous y soulignons la prégnance d'expériences typiques et internes aux sphères financières, et montrons comment les éthos de ces acteurs nourrissent des moralités dépolitisées en phase avec l'organisation du champ.

Partie empirique

Chapitre 1 — L'émergence et la constitution du champ de l'impact investing genevois et la centralité de ses mécanismes endogènes

I. Propos introductif : cadrage théorique du chapitre 1 et focale de l'analyse

Quelles sont les frontières et les dynamiques de structuration du marché moralisé de l'impact investing à Genève ? Au vu des questions que nous soulevons, et en particulier de cette première interrogation qui fournira le cadre d'analyse générale de la thèse, notre approche doit répondre à trois objectifs théoriques, que nous prenons à bras le corps dans ce chapitre. Celui-ci se focalise sur les mécanismes d'émergence d'un champ de la finance d'impact et doit donc porter une attention particulière aux dynamiques prenant place entre, et au sein des organisations actives dans ce processus. À ce titre, l'approche par les *organization studies* mentionnée en introduction inspire notre positionnement théorique dans ce premier chapitre.

Le premier objectif théorique, et le plus immédiat, est la dimension située et ancrée de l'objet d'étude choisi : il nous faut nous munir d'outils théoriques qui sont en mesure de rendre compte de dynamiques prenant place dans un espace et une période donnés. En effet, nous montrions avant que la compréhension d'une forme de moralisation marchande doit idéalement prendre en compte des **aspects contextuels** tels que l'époque et le lieu. Autrement dit, les outils en question se doivent de proposer une lecture située de l'action et des stratégies, tout en restant sensibles, dans une certaine mesure, aux dimensions temporelles et évolutives de celle-ci. Le second objectif, corollaire du précédent, concerne la focale de l'analyse : en portant le regard sur des phénomènes ancrés, nous faisons le choix d'une approche sensible aux **dynamiques méso-sociales** plutôt qu'aux aspects macroscopiques. Comme montré précédemment, nous estimons que ce travail peut proposer une contribution à la littérature existante en se concentrant sur le niveau méso-scopique

du monde social, essentiel à la compréhension fine des formes de moralisation marchandes à l'œuvre dans le cas de l'impact investing. En d'autres termes, il nous faut donc nous munir d'outils efficaces pour l'analyse du comportement et des stratégies des acteurs observables et déterminants à ce niveau intermédiaire. Ce faisant, nous prendrons garde à deux écueils qui compromettraient les objectifs de recherche que nous avons formulés. D'abord, nous nous garderons de porter la focale sur les seules institutions et formes institutionnelles façonnant l'espace étudié, afin de ne pas fournir une analyse qui risquerait d'ignorer les stratégies, les intérêts et les ressources animant les acteurs peuplant ledit espace. Ensuite, nous éviterons l'approche exclusivement microsociale. Certes, celle-ci présente l'avantage de comprendre finement les pratiques à l'œuvre dans l'espace étudié et les dispositifs techniques qui le modèlent, mais elle nous éloignerait dans le même temps de notre objectif principal, à savoir la compréhension des relations de l'espace social au sens large de l'impact investing à Genève, dépassant la seule salle de marché, l'*open-space*, ou le bureau des gestionnaires d'actifs. En bref, nous avons besoin d'une approche attentive à la fois aux actions des individus-clés peuplant l'espace social, des organisations qui le composent et des relations et interactions qui lient toutes ces entités. Enfin, le troisième objectif restreignant le choix de nos outils théoriques est crucial au regard des questions de recherche abordées. Il s'agit de la **dimension dynamique** de l'analyse que nous proposons. En cherchant à examiner les conditions de possibilité d'une forme atypique de moralisation marchande et de son maintien, nous posons en réalité deux questions subsidiaires. La première concerne les mécanismes d'émergence d'une telle forme, alors que la seconde questionne la stabilité, la pérennité et le changement au sein de cette forme. Il est donc essentiel de se munir d'une approche théorique attentive à la question du changement social en général.

Pour résumer, le cadre d'analyse que nous choisissons doit être en mesure de penser trois aspects du monde social : 1) **action située**, 2) **observation méso-sociale**, 3) **changement social**. Dans le même temps, il doit être adapté à la question de recherche initiale, à savoir l'étude d'une forme de moralisation marchande.

Le « champ » : la portée explicative d'un concept protéiforme

Action située, observation méso-sociale, changement social—une unité d'analyse classique de la sociologie répond à tout ou partie de ces exigences théoriques : le concept de champ, et la théorie qui le sous-tend (Martin, 2003). Dans un chapitre de son ouvrage collectif, Krause (2017) propose la définition suivante de la théorie des champs :

> "Field theory is a theory only in some senses and not in others. It is not a coherent weltanschauung or a set of claims about causal relationships between concepts […]. I would call it a sensitivity toward a specific pattern of mediation that can be observed in some cases, **a pattern whereby actors and practices that are not necessarily situated face-to-face or in the same space, that are not necessarily personally known to each other, share orientations either in agreement or in disagreement about the same stakes**. If field theory is a sensitivity to a possible pattern, this pattern can be specified for each particular case. This means if, in a given context, field dynamics can be observed, we can ask, if it is a field, what kind of field is it? We can also position it vis-à-vis other possible patterns. How do field dynamics relate to other kinds of dynamics, such as interactions, or broader cultural patterns?" (Krause, 2017, p. 244)

Cette définition, volontairement large, permet de saisir les aspects centraux de la théorie des champs.

Tout d'abord, elle approche les espaces sociaux en tant qu'unités qui ne sont pas forcément spatialement fermées, mais qui regroupent des acteurs en interaction face à des enjeux partagés. À la différence de la définition des « mondes » de Becker (2010), l'approche par les champs met l'accent sur les enjeux communs et sur l'interaction des acteurs face à ceux-ci, dépassant ainsi la seule « coordination », et examinant au contraire les accords *et* désaccords qui les animent. De même, en considérant que ce sont les *enjeux* qui réunissent les acteurs, on introduit *de facto* les notions d'intérêt et de stratégie et on opte pour une grille d'analyse faisant une certaine place à l'agentivité de ces derniers et leurs interactions. Pour le formuler autrement, examiner un champ, c'est étudier un espace social qui regroupe des unités actives individuelles et/ou organisationnelles qui « jouent au même jeu », mais pas forcément dans la même équipe (Bourdieu, 2014). Le but d'une telle analyse est alors d'examiner les caractéristiques constituantes dudit champ, que Krause nomme les *patterns* de médiation, c'est-à-dire les mécanismes spécifiques à un champ *via* lesquels des acteurs du champ agissent relationnellement. Cette dimension relationnelle réside alors moins dans le rapport interindividuel des acteurs du champ, que dans leurs relations directes ou indirectes, dans le contexte de leur appartenance à ce même champ. Identifier des *patterns* d'un champ revient donc à affiner la compréhension que l'on a d'un espace social, non pas en se focalisant sur sa qualité d'espace, mais sur les relations des acteurs qui le façonnent. De ce point de vue, l'étude des *patterns* de médiation d'un champ se situe à un niveau d'analyse méso-social, à mi-chemin entre, d'une part, les relations directes entre individus et organisations peuplant un espace social, et d'autre part, l'organisation globale de l'espace social informé par ces interactions. Ainsi, l'approche par les champs répond à notre exigence théorique sur l'observation méso-sociale des espaces prenant en compte les relations entre les acteurs, leurs intérêts respectifs, leurs stratégies et leur agentivité. Concernant l'exigence portant sur l'étude de l'action située dans le temps et l'espace, la théorie des champs reste adéquate : si elle ne se focalise pas nécessairement sur un espace géographique ou sur une période temporelle fixes, elle ne postule pas non plus l'immuabilité de ses *patterns* de

médiation—autrement dit, elle prend en compte l'agentivité des acteurs en contexte, et donc observe une succession d'actions dans un temps et un espace donnés[37]. Pour ce qui est de la dernière exigence sur la prise en compte du changement social, les éléments généraux de définition proposés plus haut ne sont pas suffisants pour trancher ; c'est notamment pourquoi nous proposons de discuter plus en détails les différentes interprétations théoriques du concept de champ.

Si la notion de champ provient initialement de la psychologie sociale, Krause nous rappelle qu'elle s'est illustrée dans la sociologie au sein de deux principaux pôles : une tradition bourdieusienne et une sociologie américaine des organisations.

Bourdieu et les champs, une approche insuffisamment située et dynamique pour notre cas

La théorie des champs de Bourdieu s'inscrit ainsi dans cette étude des *patterns* de médiation des espaces sociaux décrite par Krause. Il cherche à mettre en évidence les logiques selon lesquelles des acteurs agissent les uns par rapport aux autres, dans leur propre perspective. L'intérêt de cette approche est que les *patterns* mis ainsi en avant ne sont *« pas réductibles à des tendances culturelles générales ou à des questions d'économie politique »* (Krause, 2017, p. 231, notre traduction). En effet, l'approche bourdieusienne des champs offre un outil liant les actions et préférences individuelles à la structure générale des interactions au sein d'un champ donné—et non pas à la société en général. Ainsi, au XIX° siècle, le champ littéraire français, selon Bourdieu, se structure autour de *patterns* symboliques valorisant « l'art pour l'art », porté par Flaubert ; cette conception finit alors par être établie comme un présupposé partagé par les participants du champ et qui est donc en mesure de s'inscrire dans leurs habitus (Bourdieu, 1992). La légitimité aux yeux des autres participants—collaborateurs ou concurrents—et le pouvoir au sein du champ résultent alors du volume et de la répartition des capitaux possédés, et leur conformité aux présupposés partagés dans l'espace social en question. L'approche bourdieusienne des champs a ainsi l'avantage de proposer une explication méso-sociale de l'organisation d'un espace, tout en pensant les unités individuelles et collectives qui le composent, par l'intermédiaire de leur lutte pour la légitimité et l'acquisition de capitaux. Ceci convient donc en partie à notre exigence sur l'observation des structures méso-sociales d'un espace.

En ce qui concerne notre exigence sur l'action située, l'approche bourdieusienne propose certes d'examiner des champs distincts et leurs *patterns* respectifs, mais les capitaux identifiés au sein de

[37] Nous verrons toutefois que, selon les auteurs, les champs considérés répondent à des *patterns* plus ou moins rigides, et que toutes les approches en termes de champs ne sont pas également armées pour étudier l'action située.

ces derniers ne leur sont pas tout à fait exclusifs, et les discussions de Bourdieu sur la question de l'autonomie des champs tendent à insister sur la dimension transférable et reconvertible des formes de capitaux entre les champs, et, par suite, sur le principe d'homologie structurale qui lie ces derniers sur un plan plus macroscopique (Bourdieu, 2009). Autrement dit, le principe quasi-matriciel des capitaux au sein des champs bourdieusiens empêche de penser de façon parfaitement située les espaces que nous étudions, et l'action qui s'y déroule, car celle-ci sera toujours interprétée comme le reflet du *pattern* d'un autre champ « homologue » et/ou d'une hiérarchie macrosociale. Pour ce qui concerne, enfin, la portée heuristique de la théorie pour le changement social, il nous semble que ses outils ne sont pas suffisants. En effet, comme le remarquent Fligstein et McAdam (2011), l'approche des champs par Bourdieu reste relativement silencieuse sur la manière dont les champs sont formés (à l'exception du cas du champ littéraire français), et sur leurs évolutions, ignorant ainsi les mécanismes de l'action collective à l'œuvre dans les processus d'affrontement pour la redéfinition ou la stabilisation des règles du champ. Ces aspects étant essentiels aux objectifs de notre recherche, nous ne pouvons retenir cette approche pour aborder notre objet.

Le néo-institutionnalisme et le risque d'une conception trop restreinte de l'action sociale

Les théories des champs néo-institutionnalistes ont pour principal axiome que l'action sociale est en premier lieu adossée à la légitimité que les institutions leur octroient. Elles s'appuient sur l'idée d'une robustesse (Berger et Luckmann, 1966), de stabilité et de permanence des constructions institutionnelles (Zucker, 1977). Dans un texte séminal, DiMaggio et Powell (1983) posent des principes structurels de cette théorie, en partant de la métaphore wébérienne de la cage d'acier. Dans l'*Éthique Protestante* (Weber, 1964), Weber mettait en garde contre une réduction progressive de la rationalité aux principes du capitalisme, c'est-à-dire, la rentabilité, l'accumulation, et l'efficacité, postulant plus tard que le tournant bureaucratique informant les institutions procédait aussi de ces principes. Selon DiMaggio et Powell, la cage d'acier des institutions ne serait plus aujourd'hui l'efficacité capitaliste, mais le principe de ressemblance :

> "Today, […] structural change in organizations seems less and less driven by competition or by the need for efficiency. Instead, we will contend, bureaucratization and other forms of organizational change occur as the result of processes that make organizations more similar without necessarily making them more efficient." (DiMaggio et Powell, 1983, p. 147)

La théorie insiste sur les forces « isomorphiques » qui contribuent à cet alignement des institutions, que ce soit par mimétisme, coercition ou conformité à la norme. Le cas de l'isomorphisme donne ainsi à voir la manière dont l'action est conçue par les néo-institutionnalistes. Au lieu de prendre les acteurs individuels ou collectifs comme point de départ, ceux-ci analysent l'impact que les

formes institutionnelles dont ils participent ont sur eux. Ainsi, comme le souligne Golka (2019), le néo-institutionnalisme conçoit les champs comme des ensembles d'*« organisations qui, une fois agrégées, forment un espace reconnu de la vie institutionnelle : fournisseurs, consommateurs de produits et ressources, agences de régulations, et autres organisations qui produisent des services et produits similaires »* (DiMaggio et Powell, 1983, p. 148, notre traduction). Le champ est le lieu concentrant les construits institutionnels guidant les pratiques des acteurs :

> "[…] Neo-institutional theorists understand actors' (socially) proximate environment as a source for their restricted set of possible actions […]. This environment is often understood as the "organizational field" […], showing how neo-institutional theories place utmost importance on the field for their institutional dynamics." (Golka, 2019, p. 31)

L'approche néo-institutionnaliste de la théorie des champs se révèle ainsi particulièrement féconde pour étudier les organisations et leurs formes, ce qui constitue un point essentiel de notre recherche. Pour autant, plusieurs limites réduisent la pertinence de cette théorie pour notre cas. Golka (2019) a également opté pour une approche méso-scopique de l'étude de l'impact investing, et a répertorié plusieurs difficultés liées au néo-institutionnalisme, que nous partageons au regard des objectifs de cette thèse, et proposons de résumer ici. Le principal problème est celui de la permanence des construits institutionnels et leur apparente imperméabilité au changement, ce qui contrevient à notre troisième exigence sur l'analyse des dynamiques des champs que nous étudions. En effet, comme le souligne Fligstein (2013), les modèles néo-institutionnalistes offrent une théorie de l'action limitée sur le plan de l'agentivité des acteurs et leur rôle dans la création du changement :

> "I have two sorts of criticisms of these lines of research. First, institutional theory is really a theory of how conformity occurs in already existing fields. It lacks both a theory of the emergence of a field or its transformation. Second, its model of action decenters the role of actors in producing fields and creating the conditions of change. Actors follow rules, either consciously by imitation or coercion or unconsciously by tacit agreement." (Fligstein, 2013, p. 48)

Cet accent mis sur les institutions et la manière dont elles cadrent l'action possède certainement une grande portée heuristique pour expliquer la similarité des formes organisationnelles. Mais cette perspective conduit toutefois à la conception d'une agentivité restreinte, ignorant la complexité des intérêts, ressources et stratégies des acteurs individuels, dont la compréhension est pourtant essentielle pour notre cas. Ainsi, cette théorie ne satisfait pas tout à fait l'un de nos principaux objectifs, à savoir l'examen d'un niveau méso-scopique de l'action sociale, attentive aux stratégies et ressources des acteurs du champ. De même, elle ne fournit pas les outils adéquats à l'explication de l'émergence d'une forme institutionnelle (autre que le mimétisme, la contrainte, ou la conformité aux normes), ni à son évolution. Or, l'étude du champ que nous réalisons dans ce travail cherche à

examiner intensivement ces dimensions dynamiques, notamment car elle entend établir les conditions et implications d'une forme de moralisation marchande atypique.

Les vertus de la théorie des champs de Fligstein & McAdam, et ses angles morts

Fligstein et McAdam proposent une théorie des champs qui évite un certain nombre des écueils observés jusqu'à présent. Dans cette section, nous examinerons les caractéristiques principales de leur approche et montrerons en quoi, malgré ses limites, elle convient particulièrement aux objectifs empiriques et théoriques de cette recherche.

La théorie des champs de Fligstein et McAdam (2011, 2012) a la particularité d'insister sur la dimension stratégique de l'organisation de ces derniers. Ainsi, ils parlent de champs d'action stratégiques (SAF) et les définissent comme suit :

> "We hold the view that strategic action fields are the fundamental units of collective action in society. A strategic action field is a mesolevel social order where actors (who can be individual or collective) interact with the knowledge of one another under a set of common understandings about the purposes of the field, the relationships in the field (including who has power and why), and the field's rules." (2011, p. 3)

D'ores et déjà, cette définition globale des SAF met l'accent sur le niveau méso-social de l'analyse qu'elle préconise, et sur les types d'acteurs considérés dans une telle analyse (individuels et collectifs). Dans leur texte de 2011, auquel nous renvoyons pour une compréhension extensive du cadre d'analyse, Fligstein et McAdam mettent en évidence les sept piliers conceptuels de leur approche. Sans revenir sur la totalité d'entre eux, voyons en quoi ils constituent des outils théoriques adaptés à nos objectifs.

Tout d'abord, la théorie des SAF considère la société comme un entrelac de champs, en interaction les uns avec les autres, et parfois enchâssés. Fligstein et McAdam décrivent ainsi ces derniers comme des « poupées russes » (2011, p. 3, notre traduction), dont chaque niveau représente une unité d'analyse possible, avec sa propre organisation, ses propres règles et dynamiques stratégiques. Les champs peuvent être liés de façon « verticale » ou « horizontale », selon leur degré de dépendance mutuelle. Cette conception est particulièrement féconde dans notre cas, puisque l'essentiel de notre étude consiste à montrer les conditions et caractéristiques d'une émergence en partie endogène d'un marché moralisé, et donc à examiner les processus permettant à un espace d'émerger comme un sous-champ d'un autre champ. Cette approche par l'intérieur trouve dans la conception enchâssée des champs d'action stratégiques des outils adéquats. De plus, elle satisfait à l'exigence sur l'action située : en proposant une théorie qui pense le champ dans son

« environnement » (2011, p. 8), Fligstein et McAdam nous donnent les outils pour examiner l'action dans un espace défini, concret, et caractérisé par la complexité de ses interactions avec les champs adjacents ou enchâssés.

Ensuite, au sein des SAF, l'action est guidée par les comportements stratégiques des acteurs. À la différence d'une conception bourdieusienne où, malgré l'existence d'une agentivité, ces derniers sont très influencés par l'*illusio,* ou d'une approche néo-institutionnaliste où leur univers de choix est restreint par les construits institutionnels, les SAF attribuent aux acteurs une compréhension fine des enjeux du champ[38], mais aussi de leur position et de l'influence qu'elle leur octroie. En plus de cette compréhension des enjeux, la position des acteurs modifie leur cadrage d'interprétation du champ, qui peut donc se décliner de nombreuses manières. Cette hypothèse tranche assez radicalement avec l'approche néo-institutionnaliste, comme le note Golka :

> "Rather than attempting to "endogenize" either cognitive frames or network structures into the definition of institutions, Fligstein and McAdam (2012) treat network positions, interpretative frames and institutional rules as distinct causal factors that jointly structure action in fields. As a result, they "see fields as only rarely organized around a truly consensual 'taken for granted' reality" (p. 11) and stress the "constant jockeying going on in fields as a result of their contentious nature" (p. 12)." (Golka, 2019, p. 35)

Mais cette hypothèse n'affecte pas uniquement les « cadres d'interprétation » des acteurs ; elle a une influence sur leur rôle et univers d'action au sein du champ. En effet, une particularité de l'approche de Fligstein et McAdam est l'importance qu'elle accorde au pouvoir des acteurs, et la manière dont celui-ci dérive de leur position dans le champ. En s'appuyant sur la distinction introduite par Gamson (1990), ils déterminent que le pouvoir dans un champ se polarise entre les *incumbents* et les *challengers* (Fligstein et McAdam, 2011, p. 5-6). Les premiers sont ceux qui possèdent une influence dominante dans le champ, garantie par une position privilégiée, souvent liée à leur ancienneté, ou à leur statut hiérarchique. Les seconds ont une position plus marginale, disposent de moins de reconnaissance, et peuvent être arrivés plus récemment. Enfin, les règles du champ—souvent établies en première instance par les *incumbents*—se trouvent validées et appliquées par des instances de gouvernance (*governance units*). Selon Fligstein et McAdam, cette distribution asymétrique du pouvoir conduit à des intérêts opposés selon la position occupée : les *incumbents* cherchent à maintenir le *status quo*, là où les *challengers* ont intérêt au changement et à la redéfinition des règles. Ces principes de base permettent alors de penser une théorie du changement social appuyée sur les positions dans le champ, où les épisodes d'affrontements sont menés par les *challengers*, organisés

[38] Également présente chez Bourdieu, mais ici, sans l'accord tacite et uniforme sur la hiérarchie des valeurs, capitaux et représentations symboliques au sein du champ.

collectivement, contre les *incumbents*, recherchant la temporisation *via* leur position privilégiée et leur influence au sein des instances de gouvernance du champ. Cette théorie du changement permet alors d'envisager les conditions favorables pour la survenue de modifications, crises, ou émergence d'un champ. En d'autres termes, elle satisfait à notre troisième exigence sur l'explication du changement social.

Le corollaire immédiat de cette explication du changement *via* les positions et intérêts des acteurs est l'analyse méso-sociale proposée par cette approche. En effet, en partant du principe que les *patterns* de médiation d'un champ résultent en premier lieu des positions des acteurs individuels et collectifs, on fait l'hypothèse qu'un champ s'explique par l'analyse fine de ces derniers, que ce soit par leurs interactions, leurs positions, leurs ressources et leurs stratégies (comme mentionné plus haut)—ce qui constituait notre deuxième exigence théorique. Ainsi, en évitant les écueils de la myopie d'un niveau microsocial et la surdétermination de l'action à laquelle conduisent les analyses macroscopiques ou néo-institutionnelles, l'approche de Fligstein et McAdam offre le niveau médian d'analyse nécessaire à notre recherche. Elle n'ignore pas pour autant, comme nous l'avons vu, les dynamiques dépassant les acteurs et concernant l'organisation générale du champ, puisqu'elle rend compte de ses mutations, chocs, crises et processus de stabilisation. Enfin, elle n'opte pas non plus pour une approche aveugle aux particularités des acteurs, en les réduisant à leur seule position dans le champ. En effet, le dernier concept central de la théorie sur lequel nous souhaitons insister est le *social skill*, ou « niveau de compétence sociale des acteurs » (notre traduction) :

> "[…] Social skill can be defined as how individuals or collective actors possess a highly developed cognitive capacity for reading people and environments, framing lines of action and mobilizing people in the service of these action 'frames'. These frames involve understandings that offer other actors identities. They must resonate with varying groups and are open to interpretation and modification. The basis of these understandings can be both rational and emotional." (Fligstein et McAdam, 2011, p. 7)

Ainsi, les intérêts et le pouvoir des acteurs résident dans la combinaison de plusieurs éléments : leur position au sein du champ d'une part, et leurs compétences sociales d'autre part, qui, elles, ne sont pas directement le produit du champ (elles peuvent résulter de caractéristiques individuelles, similaires, mais pas égales, à ce que Bourdieu nommerait l'habitus[39]). Cette approche hybride attentive aux dynamiques globales de l'espace social et aux particularités des acteurs individuels et collectifs est satisfaisante pour l'objectif d'observation macrosociale de notre terrain. Elle

[39] À la différence des *social skills* relativement désincarnés, l'habitus bourdieusien relève davantage de la socialisation des individus ; il est structuré par celle-ci.

correspond à la fois à nos objectifs théoriques, et à la manière dont nous observons l'objet empiriquement.

Pour autant, nous relevons deux principales limites à son application à notre cas. La première, nous la reprenons de Golka (2019), qui s'y était heurté en menant son étude sur l'impact investing au Royaume-Uni. Dans leur théorie du changement au sein des SAF, Fligstein et McAdam postulent, comme précisé plus haut, que les évolutions résultent essentiellement d'épisodes de controverse (ou d'affrontement) au sein du champ, ou de chocs exogènes. Cette approche met pertinemment en jeu la polarisation des positions des différents acteurs et les relations conflictuelles qu'elles entraînent, mais est relativement silencieuse sur la mise en place de coopérations entre *challengers* et *incumbents*, pourtant classiques, notamment dans la sociologie des mouvements sociaux (Bereni et Dubuisson-Quellier, 2020 ; Lounsbury, Ventresca et Hirsch, 2003 ; McDonnell, King et Soule, 2015 ; McDonnell, Odziemkowska et Pontikes, 2021 ; Kabouche et Dubuisson-Quellier, 2020) :

> "In many cases, corporations have been actively seeking cooperation with critical activist groups—yet by doing so, they have often been successful in changing the very idea of sustainability in their favor […]. This means that, although challengers have engaged in threat attribution, in the appropriation of organizational vehicles, and have yielded innovative collective action—neither was there at all times open conflict and opposition, nor have challengers often been successful in reshaping corporate identities against material interests, while at the same time their own identities have partially been altered through the course of cooperation with corporations." (Golka, 2019, p. 51)

Dans le cas de l'impact investing à Genève, notre étude internaliste de l'évolution du champ et notre questionnement sur le rôle des mécaniques endogènes dans la moralisation font une place importante à des processus ne relevant pas forcément d'un conflit ouvert, ni même de logiques d'affrontement. Par conséquent, notre utilisation des SAF devra prendre en compte cette difficulté. La seconde limite de ce modèle, très liée à la première, est le principe selon lequel la déstabilisation d'un champ a lieu à l'initiative des *challengers*, souvent contre les *incumbents*. Si cette logique d'affrontement positionnel a tout son sens en tant que tel, nous verrons avec le cas de l'impact investing que le changement n'est pas forcément initié par les *challengers*, mais parfois aussi par les acteurs les plus installés dans le champ. Ce point nous obligera donc à repenser en partie le modèle du changement au sein des SAF proposé par Fligstein et McAdam, afin de rendre compte des raisons pouvant expliquer que des *incumbents* endossent ce rôle déstabilisateur. Plus que des obstacles, ces divergences entre le modèle de Fligstein et McAdam, notre cas, et nos objectifs théoriques, représentent l'opportunité d'apporter une contribution à sa conception et de le complexifier face aux cas empiriques dont il entend rendre compte.

En somme, pour clore ce propos introductif, l'approche par les SAF servira de base pour le cadrage de l'analyse de notre objet d'étude. Ce cadrage théorique guidera spécifiquement ce premier chapitre, qui analyse l'émergence du champ de l'impact investing genevois et certaines de ses transformations. Néanmoins, le SAF, ou champ d'action stratégique selon Fligstein et McAdam continuera à définir notre unité d'analyse dans les chapitres suivants, et c'est pourquoi nous avons choisi de le décrire en détail dans ce préambule. Notons toutefois que ce choix ne disqualifie pas d'autres approches théoriques. En particulier, les approches néo-institutionnalistes et bourdieusiennes possèdent, comme nous le verrons, leurs vertus, y compris dans notre recherche, et nous montrerons comment elles peuvent compléter notre cadrage initial. Enfin, nous ferons appel à d'autres littératures à mesure que notre analyse progressera, notamment pour aborder des questions qui ne sont pas uniquement spécifiques à la constitution et aux dynamiques du champ. Nous les présenterons au fur et à mesure, en expliquant leur apport au regard de nos questions de recherche.

Encadré 1 — Quelques clarifications sémantiques

Au cours de l'analyse empirique, nous employons des catégories empruntées au vocabulaire indigène. Certaines peuvent être des anglicismes, voire des mots ou expressions en anglais[40], lorsque, dans l'usage, les traductions françaises sont inhabituelles. De plus, deux catégories en apparence similaires peuvent renvoyer à des réalités différentes. Pour faciliter la lecture, nous recommandons de se référer à cet encadré qui clarifie quelques catégories fréquemment rencontrées dans la suite de la thèse. Certains de ces termes seront à nouveau expliqués, au cours de l'argumentation, de manière plus détaillée.

Asset manager : le Cambridge Dictionary définit un *asset manager* comme « une personne ou une entreprise qui gère l'argent et les investissements d'un tiers » (notre traduction). Le tiers dont les actifs sont gérés peut être une entreprise ou un individu. Dans la thèse, l'emploi du terme *asset manager* renvoie—sauf exception—**à des entreprises, et non pas à des individus**.

***Private* vs *public* (ou *listed*) *equity* (capital-investissement vs actions cotées/listées)** : le Cambridge Dictionary définit le *private equity* comme « des parts (actions) d'entreprises qui ne sont pas échangées au sein d'une bourse » (notre traduction). Cela s'oppose au *public equity* qui fait référence aux actions d'entreprises échangeables en bourse. Remarque : les investissements en *equity* peuvent aussi être appelés « prises de participation ».

***Private* vs *public* (ou *listed*) *debt* (dette privée vs dette publique)** : de manière similaire à la précédente définition, la *private debt* renvoie à des obligations émises par des entreprises, qui ne sont pas échangées sur des marchés de dettes (*bond markets*), alors que les *public debts* le sont.

Finance traditionnelle : par cette expression, nous faisons référence aux éléments qui relèvent des réseaux traditionnels de la finance genevoise. Nous présentons la tradition financière genevoise dans la section qui suit.

[40] Ces termes en anglais sont mis en forme en caractères italiques.

Finance conventionnelle : cette expression renvoie dans cette thèse aux activités financières classiques qui ne relèvent pas de la finance dite « durable », autrement dit, qui ne poursuivent pas nécessairement des objectifs d'impact social ou environnemental positif. La « finance durable » est un terme indigène employé notamment par les acteurs financiers genevois, pour désigner l'ensemble des initiatives financières avec une visée sociale et/ou environnementale. La finance durable a une histoire spécifique à Genève, comprenant diverses initiatives que nous présentons dans la section qui suit.

II. La place financière genevoise et l'émergence de la microfinance commerciale

Si la catégorie « impact investing » a été élaborée en 2007 pour servir de label global pour les investisseurs, banques et gestionnaires d'actifs, l'histoire officielle et souvent racontée (Bugg-Levine et Emerson, 2011 ; Emerson, 2018) de ce label ne saurait rendre compte des processus d'émergence concrets des produits financiers dits d'impact, ou même des organisations qui les proposent. En suivant le cas de l'émergence de l'impact investing à Genève, en tant que champ, nous mettrons au jour les conditions ayant soutenu ce processus et les implications de ce dernier sur la manière dont l'impact investing est perçu, conçu et implémenté à cette échelle locale.

Quand nous parlons de « champ de l'impact investing à Genève », nous faisons référence à l'ensemble des organisations (et individus qui les composent) jouant un rôle actif dans la vente de produits d'impact ou dans la promotion de ces derniers, des gestionnaires d'actifs aux banques, en passant par des associations de promotion de la pratique ou encore des organismes régulant cette dernière. En d'autres termes, nous nous intéressons à la face « offre » du marché de l'investissement à impact genevois, pour montrer comment les acteurs marchands proposant ces produits définissent et cadrent les moralités qui les soutiennent. L'impact investing à Genève n'a pas émergé, dans un premier temps, sous ce label-même. L'adoption de cette catégorie aujourd'hui souvent reprise par les gestionnaires d'actifs[41] (*asset managers*) est le fruit d'un processus historique spécifique à l'histoire de la finance genevoise et plus spécifiquement de la microfinance commerciale, qui, comme nous allons le montrer, a servi de terreau à l'émergence du champ de l'impact investing. Pour comprendre finement ces processus, il nous faut brièvement revenir sur l'histoire du champ bancaire et financier genevois, et en particulier sur le cas des banques privées genevoises, qui ont largement porté les prémisses de l'impact investing à cette échelle locale.

[41] Quand nous parlons dans cette thèse de gestionnaires d'actifs ou d'*asset managers*, nous faisons référence à des entreprises, pas à des individus—sauf exception.

a. La finance genevoise et ses banques privées, prémisses de la microfinance commerciale

La Suisse est aujourd'hui connue comme l'une des principales places financières mondiales au regard de son ratio habitants/actifs sous gestion (Mazbouri, Guex et López, 2012). Divers travaux historiques mettent en évidence les conditions du développement du secteur bancaire et financier suisse aux XIX° et XX° siècles (Mazbouri et Guex, 2010). Certains d'entre eux se concentrent notamment sur les événements récents ayant conduit à son « âge d'or » (Araujo, 2020), atteint dans la deuxième moitié du XX° siècle, résultant de la situation avantageuse de la Suisse[42] à la sortie des deux conflits mondiaux et de la mobilité croissante des capitaux, faisant du pays un centre financier international très attractif[43] (Mazbouri et al. 2012), et en particulier au regard du dynamisme de plusieurs de ses centres régionaux. En effet, dans une récente version (2022) du classement *Global Financial Centre Index* (GFCI), publiée tous les six mois par le think-tank Z/Yen, Genève apparaît comme le cinquième plus important centre financier d'Europe, suivi de deux places par Zurich[44]. En 2020, le score de ces deux villes était encore meilleur, les plaçant respectivement aux seconde et quatrième places de ce classement européen, faisant de la Suisse un acteur central de la finance internationale en Europe et dans le monde. L'ensemble de ce secteur a généré, en 2019, 88,1 milliards de francs suisses, ce qui représente 12,5% de la performance économique de l'ensemble du pays[45]. Sur le plan des emplois, la finance tient là encore une place prépondérante, avec 345 400 emplois directs et indirects associés à ses activités, soit plus de 8% des emplois du pays.[46] À titre de comparaison, le secteur financier français est générateur d'une valeur faiblement fluctuante entre 2008 et 2019 égale à environ 4% du produit intérieur brut[47] et ne comptait en 2021 que 600 000

[42] La Suisse a maintenu sa neutralité, en particulier lors de la Seconde Guerre mondiale, préservant ses infrastructures, une monnaie forte, et une économie stable.
[43] Comme le fait noter Araujo (2020), certains chercheurs notent aussi le rôle attractif du secret bancaire, renforcé dans les années 1930, et limitant la divulgation d'informations sur les clients de banques domiciliées en Suisse, jusqu'à-ce que le conseil fédéral légifère en 2014 pour permettre les échanges d'information à des fins de justice fiscale notamment.
[44] Le classement GFCI propose une évaluation des performances des centres financiers mondiaux selon divers critères, incluant *business environment*, *human capital*, *infrastructure*, *financial sector development* et *reputation*. Il est publié deux fois par an, et sa version la plus récente est disponible en ligne à cette adresse : https://www.longfinance.net/media/documents/GFCI_32_Report_2022.09.22_v1.0_.pdf (dernière consultation le 17.06.2024)
[45] Ce comptage prend en considération la valeur ajoutée brute, directe et indirecte, des secteurs de la banque et de l'assurance.
[46] Étude de BAK, mandatée par l'Association suisse des banquiers et l'Association suisse des assureurs, résultats 2020 sur l'année 2019, consultable en ligne : https://www.swissbanking.ch/fr/actualites-et-positions/actualites/le-secteur-financier-suisse-un-employeur-et-un-contribuable-de-poids (dernière consultation le 17.06.2024)
[47] https://fr.statista.com/statistiques/492517/secteur-financier-valeur-ajoutee-brute-france/ (dernière consultation le 17.06.2024)

emplois, dont 345 000 salariés dans la banque à proprement parler[48], ce qui ne représente, au total, pas plus de 2% des actifs sur le territoire.

Ce succès, néanmoins, repose sur un modèle d'affaires qui n'a pas manqué d'animer nombre de controverses, au cours des dernières décennies. En particulier, l'avantage concurrentiel de la Suisse en tant que place financière doit beaucoup à son secret bancaire. Longtemps objet de fierté en Suisse, et associé au récit de la protection des avoirs des Juifs persécutés dans les années 1930, le secret bancaire apparaît surtout, dans des travaux plus récents, comme la combinaison de mœurs anciens préservant la discrétion entre contractants d'une part, et, d'autre part, comme une stratégie pour attirer les capitaux étrangers dans un contexte de grande rivalité avec la France, l'Allemagne et le Royaume-Uni (Guex, 1999 ; Perrenoud, 2003). Au cours du XX° siècle, la contestation à l'international de cette particularité helvétique va croissant, et ternit l'image de cette place financière, alors que des banques suisses sont accusées d'utiliser le secret bancaire pour conserver des avoirs juifs, ainsi que le fruit de transactions effectuées avec l'Allemagne nazie, pendant la Seconde Guerre mondiale (Perrenoud, 2003 ; Terzi, 2005). En outre, la pression internationale et en particulier européenne se durcit au tourant des années 2010, dans le cadre de la lutte contre la fraude fiscale. Ces événements contraignent la Suisse à réviser l'application du secret bancaire et mettre en place des accords permettant la transmission d'informations bancaires à des pays partenaires (Gurtner, 2010). C'est dans ce contexte très spécifique et relativement récent (Cassis, 1991[49]), mais aussi controversé, que se construit alors le succès de la place financière suisse.

Nous verrons que, malgré ce positionnement international, ce succès est très subordonné à la longévité et l'ancienneté du secteur bancaire et financier suisse, qui doit beaucoup aux acteurs et réseaux régionaux. Nous commencerons par dresser un rapide panorama des structures du secteur bancaire helvétique (**i.**), puis nous examinerons le cas particulier des banques privées, structurantes au sein de l'écosystème genevois, en questionnant notamment leurs caractéristiques principales (**ii.**) et leur rôle dans la structuration des élites bancaires du champ financier genevois (**iii.**). Comme nous le verrons plus loin, les prémisses de l'impact investing sont le fruit de quelques grandes banques privées genevoises, qui, par leur tradition, ont infusé ce champ naissant de valeurs et structures très spécifiques. Comprendre le rôle et l'influence de ces banques privées dans le paysage

[48] https://www.lesechos.fr/finance-marches/banque-assurances/lemploi-dans-la-banque-a-son-plus-bas-niveau-depuis-trente-ans-en-france-1325845 (dernière consultation le 17.06.2024)

[49] S'appuyant sur une revue extensive de la littérature sur les banques suisses, Cassis souligne que ce n'est que dans les années 1960 et 1970 que la Suisse a activement tourné son secteur bancaire vers l'international et accueilli davantage d'institutions étrangères.

bancaire suisse et genevois est ainsi crucial dans notre étude du champ contemporain de l'impact investing à Genève.

i. Les structures du système bancaire suisse : entre local et global

Pour présenter le système bancaire et financier suisse, nous nous appuierons principalement sur les travaux d'Araujo[50], et notamment sa thèse en sciences sociales (Araujo, 2020), qui porte sur les évolutions de l'élite bancaire suisse, et en particulier l'émergence de profils internationalisés remettant en question certaines valeurs du secteur bancaire traditionnel. Elle est basée sur des méthodes mixtes couplant entretiens et analyse de carrières. Cette recherche fournit de précieuses informations sur cette élite traditionnelle et les bases du paysage financier en Suisse. Elle nous permet notamment de comprendre comment cet espace s'est construit autour de forts principes de coopération et sur un maintien actif de son endogénéité, facteur essentiel pour l'explication des mutations du secteur et l'implantation, plus tard, de l'impact investing.

Dans son analyse, Araujo (2020, p. 79) propose une catégorisation simplifiée des types de banques suisses, elle-même basée sur le découpage officiel mis en place à partir de 1905 par la banque nationale suisse et l'association des banquiers suisses.[51] Nous reprenons ici cette nomenclature qui a l'avantage de fournir un panorama clair du secteur bancaire suisse, sans entrer dans des détails qui ne constituent pas le cœur de notre réflexion. Cette classification permet d'identifier 7 types de banques, que nous proposons de simplifier encore pour les besoins de notre analyse. La première catégorie que nous identifions est celle des **banques locales** : elle regroupe les banques cantonales et les banques régionales. Ces deux types d'institutions remplissent, historiquement, un rôle similaire, à savoir le financement des entreprises suisses, souvent à l'échelle du canton, dans le cas des banques cantonales. Ces dernières ont joué un rôle important dans le soutien et le financement des territoires et sont considérées comme des institutions d'intérêt public par les autorités, depuis leur création au milieu du XIX° siècle. Régionales ou cantonales, ces banques focalisées sur la finance locale, offrant leurs services aussi bien aux particuliers qu'aux entreprises, constituent encore aujourd'hui un pan central du secteur bancaire suisse : en 2010, ce volet local de la banque suisse représentait un quart de l'ensemble de l'activité bancaire totale. Il est donc essentiel de

[50] Les données de cette section proviennent de la thèse d'Araujo (2020), elle-même essentiellement appuyée sur les données officielles de la Banque nationale suisse (BNS).
[51] Ce n'est qu'à partir de cette date que les autorités helvétiques, suivant un mouvement général entamé dans toute l'Europe, ont entrepris la régulation et la classification des banques, selon leur type d'activité.

prendre en compte la dimension profondément locale de la finance suisse, si l'on cherche à comprendre la place de chacune des institutions bancaires au sein du champ.

En effet, la **finance internationale** ne s'est développée, dans la plupart des cas, que plus tard, et ne représente qu'une fraction de l'ensemble de la banque helvétique. Il s'agit de la deuxième catégorie de banques que nous proposons d'examiner. Elle regroupe essentiellement ce qu'Araujo nomme les « grandes banques », d'une part, et les banques étrangères, d'autre part[52]. Les « grandes banques », ayant émergé au cours du XIX° et XX° siècles, constituent une catégorie à la fois petite et massive : elle est constituée d'un nombre d'institutions extrêmement réduit[53], tout en pesant financièrement le poids de la moitié de l'ensemble du système bancaire helvétique. Ces institutions jouent à la fois le rôle de banques de détail, offrant des services basiques aux particuliers et entreprises en Suisse et à l'étranger, tout en proposant une très large palette de services d'investissements sur les marchés de titres privés et publics, à l'international. Elles sont des pourvoyeuses d'emploi extrêmement importantes car elles offrent près de la moitié des postes de l'ensemble du secteur bancaire suisse. Si la dimension locale—et en particulier cantonale—des banques suisses est essentielle pour la compréhension de l'organisation du milieu bancaire, on ne peut aujourd'hui ignorer l'ampleur et le poids des institutions transnationales dans le dynamisme et la production de valeur de l'ensemble du secteur.

Ainsi, le secteur bancaire suisse oscille entre deux niveaux—local et global—ayant chacun leur importance dans l'histoire des banques et la croissance de leur influence en Europe et dans le monde. Il est justement utile de prendre en considération cet équilibre entre local et global lorsque l'on examine le dernier type de banque structurant le système financier suisse : **les banques privées** (et apparentées). Araujo, qui étudie les élites qui en sont issues (2020), fait noter le statut particulier de ces entités, qui, si elles n'ont pas recours aux financements publics, ne sont pas contraintes de partager leurs informations et résultats avec la Banque nationale, ce qui rend très difficile le suivi de leurs activités, de leurs investissements, et de la quantification de leur poids. Ces banques se caractérisent par une possession historiquement intra-familiale, et fermée aux investisseurs extérieurs—même si, récemment, certaines d'entre elles sont devenues des sociétés anonymes. Elles sont spécialisées dans le placement et la gestion de fortune de clients fortunés (HNWI et UHNWI[54]). Bien qu'ouvertes sur les investissements transnationaux et sur une clientèle

[52] Il s'agit des banques étrangères domiciliées en Suisse.
[53] En Suisse, on ne compte que deux « grandes banques » : UBS et Credit Suisse.
[54] (Ultra) High Net Worth Individuals : terme utilisé dans les milieux financiers pour désignés des investisseurs individuels fortunés.

internationale, ces institutions sont connues pour être organisées localement autour d'une grande famille dont les membres se transmettent successivement l'entreprise, au fil des décennies, voire des siècles. Certains de ces groupes familiaux ont récemment abandonné le statut de « banque privée » et sont devenus ce qu'Araujo nomme des « *stock exchange banks* », qui offrent les mêmes types de services, tout en délaissant la gestion intra-familiale du groupe pour s'ouvrir à des investisseurs extérieurs.

Pour notre étude, retenons de ce panorama que ces banques privées incarnent tout particulièrement cet équilibre caractéristique du paysage bancaire suisse, entre une tradition ancrée dans les territoires, les cantons, et les réseaux familiaux endogènes d'une part, et, d'autre part, l'ouverture progressive sur les activités transnationales, la recherche de compétitivité à l'international, l'attraction des clients et des capitaux. Comme mentionné plus haut, c'est au sein des banques privées que des acteurs déterminants ont apporté leur pierre à l'émergence de l'impact investing, et ce statut spécifique de ces entités est crucial dans la compréhension du rôle qu'elles ont joué. Au-delà de leur particularité en termes d'équilibre local/global, examinons les caractéristiques principales de ces banques privées, typiques des centres financiers genevois. Nous verrons, en particulier, que celles-ci se définissent en opposition aux autres banques, en mettant en avant des valeurs de confiance, de durabilité, et de tradition, qui, nous le verrons plus tard, ne sont pas étrangères aux initiatives ultérieures de développement de la finance durable à Genève.

ii. Les banques privées : entre tradition, longévité, confiance et désintéressement

Qu'est-ce qu'une banque privée ? *"Strictly speaking, private banking refers to those banks which are owned by a group of partners who between them have unlimited liability"* (Balmer et Stotvig, 1997, p. 171). Autrement dit, les banques privées sont des *« sociétés de personnes, unissant des associés propriétaires de l'entreprise, qui ne sont pas ouvertes à des investisseurs externes, les banques privées sont très fréquemment associées à la famille fondatrice »*, comme proposent de les définir Mach et Araujo (2018, p. 47) dans un article sur le fort ancrage familial des banques privées suisses. Cela signifie qu'une banque privée ne peut, traditionnellement, être une société anonyme possédée par des actionnaires externes. Ce statut juridique très particulier, associé à la tradition de la possession familiale de ces groupes, octroie aux banques privées des caractéristiques qu'on ne retrouve pas habituellement au sein d'autres entreprises plus classiques. Cela fait notamment des banques privées un objet d'étude topique dans la littérature en marketing, qui y voit un cas d'école des enjeux d'identité d'entreprise. Balmer et Stotvig (1997), en marketing, cherchent ainsi à mettre en évidence les caractéristiques constitutives

d'une identité d'entreprise valorisable auprès des clients, dans un contexte de concurrence. Selon eux, les banques privées[55] fonctionnent souvent sur un modèle misant sur une identité distinctive et reconnaissable, appuyée sur des services, un style, et même une architecture différente des banques plus classiques. En particulier, ils notent l'importance capitale de l'intensité de la relation client-conseillers dans les banques privées, garantissant l'incarnation concrète d'une identité auprès des clients :

> "[…] The role of account managers is of fundamental importance since they are in frequent contact with clients. They are in every sense the face and voice of the bank. Most customers in private banks are assigned a named account manager. In effect, account managers are the most effective way of communicating the bank's identity. Thus, it is of fundamental importance that account managers have the skills, experience and personalities to meet the expectations of clients." (Balmer et Stotvig, 1997, p. 180)

Ces particularités des banques privées, exprimées ici comme des atouts marketing, peuvent s'expliquer par une culture d'entreprise tournée autour de la famille qui, historiquement, possède le groupe. Cette dimension familiale est déterminante dans le modèle suisse des banques privées, qui, bien souvent, portent le nom de la ou des familles à l'origine du groupe, mettant en avant cet héritage et cette transmission comme un élément d'identité fort.

Cette identité permet de remplir plusieurs fonctions attendues des banques privées. Explorons ces fonctions au sein du paysage genevois. D'après Mach et Araujo (2018), les banques privées étaient encore au nombre de trente dans les années 1970, et leur nombre a décru progressivement pour atteindre aujourd'hui moins d'une dizaine[56]. Si, au cours de l'histoire du système bancaire suisse, ces banques ont joué un rôle dans l'ensemble du pays, il ne faut pas négliger la particularité des traditions bancaires des différentes villes et cantons, comme le rappellent Cassis et Debrunner (1990), en histoire économique, qui ont travaillé sur les élites bancaires européennes, notamment en Suisse :

> « Les traditions bancaires de Zurich, Bâle et Genève sont, on le sait, fort différentes. Bâle et Genève sont des centres financiers beaucoup plus anciens où des dynasties de banquiers prives prospèrent depuis plusieurs générations. A Zurich, au contraire, on ne trouve au début du dix-neuvième siècle qu'une poignée de banquiers privés. » (Cassis et Debrunner, 1990, p. 263)

D'après Cassis et Debrunner, Bâle et Genève, en raison de cet ancrage des banques privées, ont mis beaucoup plus de temps que Zurich à voir se développer des grandes banques par actions. Ainsi, à Genève, ce n'est que dans les années 1920 qu'on assiste au développement de la première

[55] Les auteurs réalisent leur étude de cas à partir de banques localisées au Royaume-Uni, mais étendent leur argument à l'ensemble des banques privées, mentionnant en particulier les banques privées suisses.
[56] Le comptage peut varier, selon que l'on se fixe sur la définition traditionnelle des banques privées ou qu'on intègre à cette catégorie les anciennes banques privées qui ont transitionné vers un nouveau modèle juridique.

grande banque, là où la Bank in Zurich et le Crédit Suisse[57] connaissent à Zurich un important succès dès le milieu du XIX° siècle. Le modèle de la banque privée est donc caractéristique de la ville de Genève[58], et tient historiquement une place importante dans le paysage bancaire, au moins aussi centrale que celle des grandes banques par actions qui réalisent aujourd'hui la plupart de la valeur ajoutée du secteur.

Mais ce qui nous intéresse en particulier dans notre étude, ce sont les attentes à l'égard de ce modèle des banques privées. Nous proposons de relever ici trois de leurs caractéristiques qu'il sera utile de mettre en perspective, plus loin dans notre exposé, avec le développement de l'impact investing au sein de l'écosystème genevois. L'essentiel des caractéristiques des banques privées que nous relevons ici est issu du récent travail d'Araujo (2020) sur les élites bancaires suisses.

La première caractéristique qu'Araujo identifie concerne le rapport de confiance et de proximité promis par les banquiers privés à leur clientèle. Nous mentionnions plus haut l'importance de la possession intra-familiale des banques privées, et notamment l'affichage de la famille dans le nom de ces banques. À ce sujet, Mach et Araujo (2018) soulignent que *« cet affichage familial dans le nom de l'établissement a aussi pour but de souligner le caractère traditionnel et la continuité de la banque […]. Dans une activité de gestion de fortune, l'affichage de la dimension familiale a aussi pour fonction de rassurer la clientèle privée et de maintenir sa confiance. »* (p. 47) Cette question de la confiance est cruciale au sein des banques privées. Araujo (2020) adopte une perspective bourdieusienne pour montrer que l'enjeu du maintien de la confiance est une attente des clients de banques privées qui dépasse même celui de la simple performance économique et de l'évaluation des risques :

> "A private banker will be valorized for his ability to establish a trustful relationship with his clients, while an investment banker might be evaluated instead on the basis of his ability to manage capital and take risks, or on his previous experience in international financial centers." (Araujo, 2020, p. 28)

Mais cette attente n'est pas seulement exprimée par les clients ; elle se retrouve également dans l'habitus des banquiers privés qui voient leur travail comme une activité « relationnelle » à l'égard des clients, impliquant de savoir les « écouter », et « gagner leur confiance ». Ainsi, leurs activités professionnelles dépassent largement le simple rôle de conseiller bancaire :

> "A way of listening to wealthy clients is to spend extra time with them, notably after working hours. Sharing their intimacy reinforces a mutual feeling of class membership. Hobbies and leisure activities are thus frequently organized between banking elites and their clients. As an avid gentleman, Simon invites regularly his clients to spend time with him outside the bank. He is "unable" to measure how many hours he works per day because he does not clearly see when his professional day is over." (Araujo, 2020, p. 197)

[57] Il s'agit de deux grandes banques par actions.
[58] Araujo (2020) montre que la grande majorité des banques privées suisses sont basées à Genève.

Cette première caractéristique des banques privées portant sur la relation de confiance et de proximité qu'elles construisent avec leurs clients fortunés est extrêmement spécifique et rend ce modèle bancaire très différent des autres : il fait de la banque privée un espace privilégié qui se veut très attentif aux besoins de ses clients, construisant sa réputation notamment sur cette promesse.

Une deuxième caractéristique des banques privées soulignée par Araujo concerne la volonté forte de distinction (Bourdieu, 1979) de ces institutions. En relatant son expérience de terrain, il remarque que cette recherche de distinction s'opère déjà au niveau de la décoration des intérieurs des banques privées *: « The interiors of the banks working in wealth management have for function to create an atmosphere adjusted to the class habitus of the bank's clientele. »* (Araujo, 2020, p. 197) Relatant son expérience sur le terrain, il montre concrètement comment cette distinction esthétique se matérialise :

> "[…] Private banks and big banks have very distinctive atmospheres. I argue that these differences are linked to the business culture valued by these banks. Waiting in a private bank's room of an old building in Geneva, seated in a Corbusier's LC3 chair with for only reading distraction the last auction catalogs of Sotheby's, followed by a walk through the walls of the bank, richly ornamented and decorated with pictures of former managing partners and small classic figurative art pieces, is a different social experience than walking through an elevated floor of a modern building of a big bank in Zurich, with large abstract contemporary art pieces sharing the wall spaces with screens displaying stock market information. These differences translate two different ways of being a banking elite." (Araujo, 2020, p. 196)

Mais cette distinction se reflète aussi dans les attentes en termes de style vestimentaire, et même d'hexis corporelle, selon Araujo, qui montre que les banques privées valorisent très fortement les capitaux symboliques, le conduisant à choisir très minutieusement ses vêtements lors d'entretiens avec des responsables travaillant dans des banques privées genevoises, et ce, beaucoup plus que lors d'échanges avec des personnels de grandes banques.

Enfin, une dernière caractéristique relevée par Araujo qui nous semble être d'intérêt dans notre recherche est le désintéressement. Là, encore, concept bourdieusien classique et très lié à la recherche de distinction (Bourdieu, 2022), le désintéressement des banquiers privés se veut opposé à la traditionnelle recherche du profit animant le secteur. Pour illustrer cette idée, prenons ici l'exemple de Marc, un enquêté d'Araujo (2020) :

> "Marc does not see himself as someone who is "obsessed by profit." As the senior managing partner of his private bank, he knows that he does not need to. His business is rather stable, with a clientele composed of rich international families having their money managed by the bank, often for several generations. Unlike investment bankers, private bankers do not need to continually look for "market opportunities" or "higher performances," nor do they have to reach challenging financial goals fixed by shareholders. There is no need to be "obsessed by profit" when one is in the position of Marc, because the services of wealth management for loyal families in which his bank specializes can assure a constant profit without higher constraints of profitability. This helps Marc construct a professional identity focused on the *sense* of his work, "helping families to protect their heritage," rather than on its performance and level of compensation." (Araujo, 2020, p. 204-205)

Cet exemple est éclairant à plusieurs titres. D'abord, les propos de Marc pour se décrire lui-même reflètent une nette volonté de distinction par rapport aux autres banquiers, en pointant des valeurs telles que le profit, la performance, le marché, connues pour être généralement associées aux banques. Ensuite, à ces valeurs, il oppose une éthique professionnelle qui ne se construit pas tellement par rapport à son cœur de métier—permettre à des clients de retirer des rendements de leurs investissements—mais par rapport aux besoins ciblés de sa très riche clientèle, souvent constituée de familles cherchant à sécuriser leur « héritage ». Venons-en ainsi au dernier point central que nous souhaiterions soulever ici à la lumière de ces remarques : l'éthique professionnelle des banques privées ne se construit pas tant sur la promesse de succès économique que sur celle d'un suivi *personnalisé*, de *long terme*, et en opposition à ce qui serait une focalisation court-termiste des grandes banques pour le profit.

Pour résumer, les travaux d'Araujo nous permettent de montrer que les banques privées—et en particulier celles que nous étudions à Genève—ont construit leur réputation et les attentes de leurs clients sur trois piliers qui constituent un intérêt dans le cadre de cette étude : 1) la relation de **confiance** et de proximité avec les clients, 2) la distinction et la valorisation d'un **capital symbolique** fort, 3) un narratif faisant une grande place à la dimension désintéressée et de **long terme** des relations bancaires que ces établissements proposent. Bien entendu, ces éléments sont idéaux-typiques, et ne doivent pas faire des banques privées des institutions figées par ces caractéristiques. Comme le montre d'ailleurs Araujo dans son travail doctoral, l'émergence de nouvelles élites et la pluralité croissante au sein de l'élite bancaire suisse complexifient ce panorama. Mais ces trois caractéristiques, bien qu'elles n'encapsulent pas la complexité de l'ensemble de l'évolution du secteur, nous seront utiles dans la suite de notre raisonnement, pour comprendre les continuités entre cette tradition bancaire et les évolutions qu'elle subit avec l'essor de la finance dite d'impact.

iii. Les banques privées et la finance genevoise : des élites bancaires ancrées et des réseaux familiaux endogènes

Au-delà de ces caractéristiques très particulières, le modèle de la banque privée est représentatif de l'endogénéité des réseaux professionnels et familiaux de la finance suisse, et, en particulier de la finance genevoise. Là encore, il est important de marquer la différence entre les traditions bancaires des différents cantons et villes suisses. Cassis et Debrunner (1990), que nous avons déjà mentionnés plus haut, étudient, en histoire économique, les évolutions du secteur bancaire suisse au cours du XIX° et XX° siècle. L'un des mécanismes centraux qu'ils mettent en avant est sa transition progressive vers un système dominé par les grandes banques, elles-mêmes pénétrées, au sein de

leurs conseils d'administration, par des membres d'entreprises industrielles multinationales, plutôt que par des notables locaux. C'est ainsi que, d'après Cassis et Debrunner (1990), jusqu'en 1940, 80% des membres du conseil d'administration du Crédit Suisse, de Zurich, appartenaient au milieu de l'industrie textile. De même, l'UBS voit son conseil d'administration peu à peu peuplé de représentants des intérêts du monde industriel, à mesure que la banque se développe au cours des années 1950. Malgré cette nette dynamique vers une interpénétration des milieux bancaires et industriels, au détriment du rôle historiquement joué par les notables locaux, Cassis et Debrunner notent que cette tendance ne s'est pas autant concrétisée à Genève, où « *les banques privées restent entièrement sous contrôle familial* » (Cassis et Debrunner, 1990, p. 266). Les auteurs mettent ainsi en évidence la particularité du paysage bancaire genevois, insistant sur sa remarquable faculté à maintenir, malgré les évolutions du secteur, l'existence de ce qu'ils nomment une *« aristocratie bourgeoise »* de banquiers, se distinguant par un fort degré d'endogénéité, de contrôle intra-familial des banques, d'ancrage local, et de résistance à l'ouverture de leurs conseils d'administration :

> « La notion d'aristocratie bourgeoise désigne en premier lieu des banquiers privés, de préférence engages dans des Operations financières internationales et appartenant à ce qu'il est convenu d'appeler la « Haute banque ». Ce type de banquier existe indiscutablement en Suisse, en particulier dans des villes comme Genève ou Bâle. On peut considérer que, à maints égards, les banquiers privés genevois sont les représentants-types de l'aristocratie bancaire : en raison de leur fortune, du maintien du contrôle familial sur des maisons de vieille réputation, de leur réseau de relations internationales, de leur mode de vie de type aristocratique ou encore du patronage qu'ont pu pratiquer ces familles. De plus, leur longévité les rend davantage comparables aux *merchant banks* de la City de Londres qu'à leurs homologues plus naturelles, la haute banque parisienne. Une différence fondamentale sépare cependant les banquiers privés genevois de ceux de Londres ou de Paris, et qui remonte au début de la période considérée : les banquiers privés genevois constituent une 'aristocratie bourgeoise', mais uniquement à l'intérieur des frontières du canton de Genève. » (Cassis et Debrunner, 1990, p. 272)

De toute évidence, cette aristocratie bourgeoise, typique du secteur bancaire genevois, s'incarne principalement au sein d'un type d'institution : les banques privées. Celles-ci sont en effet équipées de puissants mécanismes de reproduction sociale, assurant le maintien des établissements au sein de la famille, *via* des systèmes d'alliances très ancrés territorialement et garantissant la continuité de cette « aristocratie ». Examinons à présent ces mécanismes d'endogénéité à l'œuvre dans le fonctionnement et la constitution des banques privées. En nous appuyant sur le travail de Mach et Araujo sur les banques privées (2018), nous identifions deux grands types de mécanismes, que nous nommons ainsi: 1) **le maintien du contrôle intra-familial** *via* des mécanismes de contrôle forts sur la succession et la transmission ; 2) **l'implantation locale** et la recherche d'alliances au sein de différentes sphères sociales.

Parmi les différentes banques privées genevoises, Mach et Araujo (2018) prennent l'exemple de Pictet[59], pour illustrer l'impressionnante longévité du contrôle intra-familial de ce type de d'institutions. Depuis la fin du XX° siècle, elle est, en termes d'actifs sous gestion (450 milliards de francs suisses en 2017), la plus grande banque privée suisse. La banque est fondée en 1805, par deux associés issus de deux familles : de Candolle et Mallet. Puis, au milieu du XIX° siècle, la banque change de mains : elle passe sous le contrôle des Pictet[60] et des Turrettini. L'arbre généalogique élaboré par Mach et Araujo (2018, p. 50-51, *cf. Fig. 1*) met en évidence les associés qui se sont succédé à la tête de la banque privée Pictet depuis sa fondation jusqu'aux années 2010. Le premier constat évident est que, au-delà de la première passation aux Pictet et Turrettini, la banque n'a cessé d'être contrôlée par des associés issus de ces deux familles.

Dans les quelques situations où cela devait ne pas être le cas, on remarque néanmoins que les associés sont, presque tout le temps, liés par une filiation directe ou indirecte aux familles historiques. La banque Pictet est donc un exemple caractéristique de la longévité du contrôle intra-familial des banques privées genevoises, puisqu'en 2017, Mach et Araujo font noter que *« sur les six associés de la banque […], quatre [étaient] encore des descendants d'une des familles comptant plusieurs associés »* (Mach et Araujo, 2018, p. 49). Ce cas nous permet également d'examiner les dynamiques de contrôle intra-familial mises en évidence par ces auteurs. En effet, ils montrent d'abord que la passation du contrôle d'une génération à une autre se fait au prix d'un processus de socialisation particulièrement codifié impliquant l'apprentissage et l'incorporation d'un certain habitus, mais aussi la réalisation d'expériences fondatrices, durant lesquelles il s'agit de *« faire ses preuves »* (Mach et Araujo, 2018, p. 55) comme un passage à l'étranger dans des institutions amies. Enfin, la transmission du pouvoir ne peut avoir lieu qu'avec l'approbation à l'unanimité des associés, ce qui garantit encore davantage le contrôle de la destinée de l'entreprise et son maintien au sein d'un cercle relativement fermé.

Si le cas de Pictet n'est pas ici au cœur de nos préoccupations, il permet, par son caractère topique, de mettre en évidence le contrôle intra-familial à l'œuvre au sein des banques privées genevoises. À cette dimension s'ajoute un enjeu d'implantation locale. En effet, au sein des stratégies de contrôle des banques privées, Mach et Araujo identifient également la recherche et la création d'un réseau d'alliés :

[59] Le nom n'est pas anonymisé ici et apparaît comme tel dans le texte de Mach et Araujo (2018). Lorsque nous aborderons notre cas d'étude, les noms des institutions, y compris banques privées, seront anonymisées.
[60] Les Pictet étaient eux-mêmes liés généalogiquement aux de Candolle.

« […] Le maintien d'une dynastie familiale de dirigeants s'opère d'autant plus efficacement qu'il est soutenu par un réseau d'alliés œuvrant pour des intérêts communs. Il s'agit donc moins de défendre uniquement un entre-soi strictement familial que d'entretenir un entre-soi de classe. Ceci se manifeste notamment à travers des stratégies conscientes ou inconscientes de rapprochement et d'alliances avec d'autres familles issues de milieux sociaux similaires. Nous pouvons distinguer les alliances familiales et les alliances professionnelles. Les alliances par mariage permettent parfois de rapprocher plusieurs établissements concurrents et partenaires. Ainsi, dans la première moitié du XXe siècle, Arthur Mirabaud, associé de la banque Mirabaud & Cie, a soutenu le mariage de sa fille aînée Edmée à Aymon Pictet, associé de la banque Pictet & Cie, et celui de sa seconde fille Gabrielle à Franck Lombard, associé de la banque Lombard-Odier, liant ainsi à travers une stratégie matrimoniale trois des plus importantes banques privées de Genève. » (Mach et Araujo, 2018, p. 56)

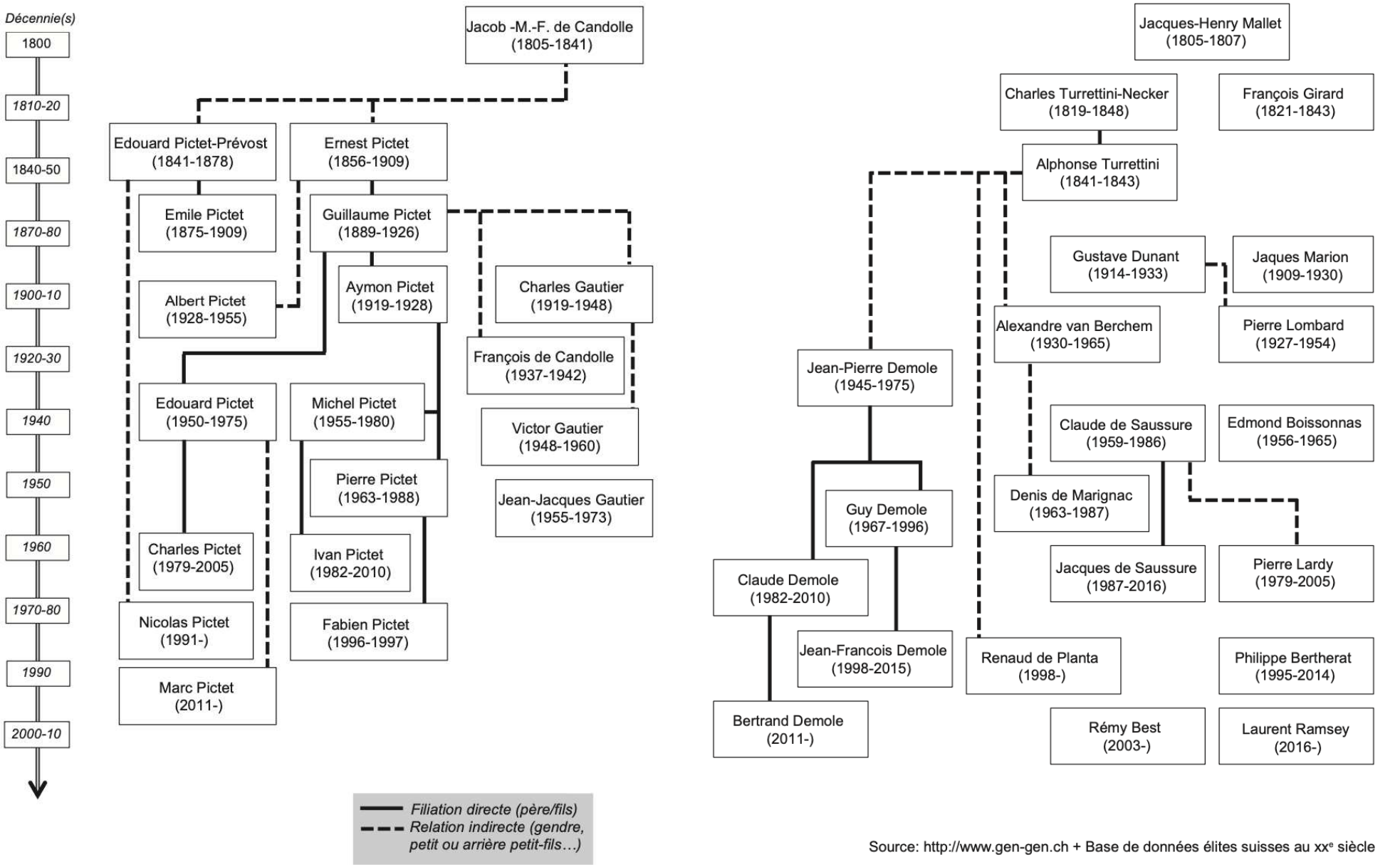


Figure 1 — Liens familiaux des associés Pictet, issu de : Mach et Araujo, 2018, p. 50-51

On note ainsi que les réseaux familiaux et professionnels sont étroitement mêlés lorsqu'il s'agit de maintenir des dynamiques de contrôle endogène de ces établissements : le but est donc de les garder sous le contrôle de « bonnes familles » genevoises, même si, parfois, il s'agit de familles concurrentes au sein du champ bancaire, comme la famille Lombard-Odier, mentionnée dans cet extrait, en charge d'une des plus grandes banques privées genevoises. Cet exemple mentionné par Mach et Araujo fournit des éléments cruciaux pour notre analyse, et permet de souligner une caractéristique de la finance genevoise—et en particulier des liens unissant les banques privées—, à savoir une organisation des relations interfamiliales et inter-organisationnelles dans laquelle les *« relation[s] de 'collaboration' »* (Mach et Araujo, 2018, p. 56), i.e. les mécanismes de coopération, prennent le pas sur les logiques de concurrence, favorisant un encastrement relationnel fort (Coleman, 1988 ; Granovetter, 1985 ; Uzzi, 1996) et renforçant les dynamiques endogènes du champ. Enfin, un autre point essentiel concernant le contrôle exercé par ces familles concerne leur implantation locale à d'autres échelles que celle du seul secteur bancaire. En particulier, les familles gérantes, comme Pictet ou Lombard-Odier, sont largement impliquées dans la vie culturelle, sociale et même politique. Mach et Araujo mentionnent notamment leur action par le mécénat, et aussi, plus anciennement, la prise en charge de mandats politiques :

> « De manière chronologique, on peut mentionner Ernest Pictet, conseiller national à fin du XIXe siècle, Alexandre Pictet, élu au Conseil d'État genevois de 1924 à 1926 ainsi que Victor Gautier-Fatio, conseiller aux États durant deux législatures entre 1956 et 1963. » (Mach et Araujo, 2018, p. 49)

En somme, ces travaux sur l'histoire économique de la Suisse nous permettent d'appréhender avec plus de clarté les bases de son secteur bancaire. Au sein de celui-ci, ils montrent notamment que les banques privées, et en particulier celles qui sont établies à Genève, sont loin d'être un simple vestige du secteur. Bien que les évolutions du XX° et XXI° siècles les aient amenées à évoluer et à parfois ouvrir des bureaux annexes à l'étranger, elles constituent un pan fondateur de l'organisation particulièrement endogène du secteur bancaire de la ville, où elles bénéficient d'un ancrage puissant. Elles font ainsi de la place financière genevoise un espace qui se distingue fondamentalement des autres, notamment de Zurich et son tournant industriel, en maintenant, *via* des institutions financièrement massives et socialement ancrées, le contrôle fort de quelques bonnes familles actives au sein de différentes sphères de la cité de Calvin.

Toutefois, ces recherches sur l'histoire économique de la Suisse tendent à se focaliser sur la stabilité de ces structures. Nous proposons de reprendre ces éléments structurant du paysage bancaire suisse—et plus particulièrement genevois—pour examiner leur rôle dans les évolutions et innovations qui y ont lieu depuis plusieurs décennies. Ainsi, bien que ce détour *via* le système bancaire suisse et la présentation des banques privées puisse sembler éloigné de la question du

développement de l'impact investing, qui n'émerge réellement qu'en 2007, nous montrerons que cette remarquable intégration du milieu financier genevois, portée par ces banques privées, et encore constatable aujourd'hui malgré les transformations qu'a subies le système bancaire et financier suisse au cours des XIX° et XX° siècle, est cruciale dans les phénomènes endogènes de moralisation à l'œuvre dans le développement de la microfinance genevoise, puis de l'impact investing : ces mécanismes sont en effet loin d'être inactifs dans les dynamiques modernes de mutation du champ financier genevois. Dans la suite de l'analyse, nous rencontrerons diverses banques privées genevoises. Comme précisé en méthodologie, leurs noms sont anonymisés et ces établissements ne correspondent pas nécessairement aux exemples spécifiques présentés dans les travaux cités dans cette section. Il nous est impossible de retracer un historique précis des organisations que nous étudierons, au risque de lever leur anonymat. Néanmoins, les dynamiques, liens familiaux et mécaniques endogènes observés dans cette section s'appliquent de manière tout à fait identique aux banques privées anonymisées que nous rencontrerons dans notre analyse empirique.

Voyons à présent comment la microfinance, un autre élément de structure du futur champ de l'impact investing, s'est implantée à Genève *via* l'action, notamment, des banquiers privés.

b. Les débuts de la finance durable : la microfinance, racine de l'impact investing à Genève

L'émergence de la microfinance, qui, à Genève, fut l'une des principales manifestations de la finance dite « durable », a donné lieu à la production de nombreux travaux, notamment en économie et en études du développement, relatant des récits variés de ce processus. Comme le montrent Copestake *et al.* (2016), les perspectives optimistes, plutôt dominantes, se heurtent aux approches critiques, s'arrêtant principalement sur les crises de la microfinance. Dans cette section, notre propos n'a pas la prétention de dresser un panorama exhaustif de l'histoire mondiale de la microfinance, de ses succès et de ses échecs, mais plutôt de montrer, à partir de travaux centraux sur cet objet, puis des données de notre terrain, en quoi ses évolutions globales se matérialisent à Genève dans ce qui peut être considéré comme l'un des fondements de l'impact investing. À partir des travaux de Jean-Michel Servet et de Philip Mader, nous reviendrons d'abord sur la définition et les origines de la microfinance, puis montrerons comment le contexte de son évolution l'a conduite à adopter progressivement un modèle commercial (**i.**). Dans un deuxième temps, à partir de nos données d'enquête, nous verrons comment la microfinance commerciale s'est implantée dans le paysage genevois au sein de quelques institutions, appartenant à la finance traditionnelle de

la ville, qui mèneront, quelques années plus tard, l'émergence de la catégorie « impact investing » à cette échelle locale (**ii.**). Enfin, nous examinerons les implications théoriques de ce processus, et montrerons en quoi ce dernier instaure les bases d'un développement de la microfinance—en passe de devenir l'impact investing—structuré de manière endogène comme sous-champ du champ traditionnel de la finance genevoise, décrit précédemment (**iii.**).

i. De la microfinance à la microfinance commerciale

Dans son ouvrage dédié à l'étude de la microfinance, Servet (2006), en études du développement, définit ce terme comme une pratique caractérisée par *« le faible montant des opérations, la proximité non seulement spatiale, mais aussi mentale et sociale entre l'organisation et sa population cible, et la pauvreté supposée des client(e)s ou l'exclusion qu'elles ou ils subissent* » (Servet, 2006, p. 225). La microfinance se veut un moyen d'inclure dans le système financier des populations (souvent issues du Sud Global) qui en sont généralement exclues. Cela peut consister dans la mise à disposition de crédits, assurances, prêts individuels, etc. En règle générale, un investissement de type microfinance se déroule comme suit : un ou des investisseurs prêtent de l'argent à une MFI (institution de microfinance) ou y prennent des parts ; puis, la MFI, localisée dans un pays du Sud Global, offre aux populations locales des services financiers. Mais cette définition, bien que très opérationnelle, ne rend pas compte de la complexité des évolutions de ce qu'on nomme génériquement « microfinance » ; et la microfinance telle qu'elle a été théorisée dans les années 1970 est loin d'être celle qui est pratiquée en 2023 au sein de la place financière genevoise. À partir de divers travaux, et notamment de la très complète généalogie proposée par Mader (2015), nous identifions différentes étapes guidant le développement de la microfinance et sa progressive transition vers un modèle commercial financé par les acteurs privés.

Mader rappelle que la microfinance n'est pas, lorsqu'elle est définie comme telle dans les années 1970, un objet absolument inédit. En effet, selon lui, cette pratique est à rapprocher de différentes initiatives de « coopératives de crédit » issues du passé colonial des pays qui ont assisté à leur développement. Il montre que les coopératives de crédit ont été implantées dans des colonies britanniques, en particulier l'Inde, comme un instrument de politique sociale qui a survécu aux déclarations d'indépendances. Ces coopératives, parfois soutenues par des banques spécialisées, offraient des services financiers à des populations rurales du sud de l'Asie. Ce n'est qu'en 1976 que Muhammad Yunus, économiste bangladais, lançait un projet de microcrédits à but « productif » proposés à des familles rurales du Sud Global, sur le même modèle de « *self-help* » arboré par les coopératives de crédit, pourtant bien plus anciennes. Cette initiative, récompensant plus tard Yunus

du Prix Nobel de la paix en 2006, a d'ores et déjà connu un succès important dans les années 1980, dans le contexte d'une montée en puissance de la réduction des aides sociales et des dépenses publiques entreprises par les gouvernements conservateurs, notamment au Royaume-Uni et aux États-Unis. Servet (2006) voit le microcrédit comme un outil particulièrement séduisant dans les approches néo-libérales, puisqu'il s'appuie sur un mécanisme de prêt productif visant la mise au travail des débiteurs, s'opposant au modèle des allocations visant le soutien des chômeurs. C'est aussi ce qu'exprime Mader, en ces termes :

> "In reality, microcredit programming merely shifted the subsidies and state involvement one level 'up': no longer were loans to the poor subsidized and publicly supported; now the organizations which lent to the poor were subsidized and supported." (Mader, 2015, p. 56)

En somme, à la fin du XX° siècle, la microfinance commence à avoir le vent en poupe (*cf. Fig. 2*), propulsée par les programmes néolibéraux mettant en avant les vertus d'un système de réduction de la pauvreté basé sur l'*empowerement* des populations plutôt que sur leur assistance.

	1995	2005	2011/12
No. of MFIs	ca. 735*	1,228^	1,263^
No. of loans or borrowers (million)	12.2*	48.8^	195†
Size of loan portfolio ($ billion)	5.0*	18.2^	100.7^

Sources: * World Bank (2001); † Maes/Reed (2011); ^ MIX (2013).[20]

Figure 2 — La croissance numérique de l'industrie de la microfinance, issu de : Mader, 2015, p. 57

Pourtant, jusqu'à la fin des années 1990, les MFI qui offrent aux populations et aux entreprises des services financiers restent essentiellement des ONG à but non lucratif. Ce modèle, néanmoins, ne perdurera pas, puisque cette croissance rapide du secteur conduit la Banque mondiale à soutenir ces évolutions en fondant le CGAP (Consultative Group to Assist the Poor), une organisation visant, selon ses propres termes, à *« diffuser »*, *« encourager »*, et *« démocratiser »* la microfinance à travers le monde[61], jouant un rôle de standardisation des pratiques autour de la microfinance, accordant une attention accrue à la performance et la profitabilité des MFI, autrefois organisées sur des modèles non lucratifs, comme le montre cet extrait d'un rapport de la banque mondiale, cité par Mader (2015)[62] :

[61] CGAP, 1999: *ANNUAL REPORT July 1998–June 1999 (FY1999)*. Washington, DC: CGAP.
[62] Bhatnagar, Deepti, Ankita Dewan, Magüi Moreno Torres and Parameeta Kanungo, 2003. *Empowerment Case Studies: Consultative Group to Assist the Poorest (CGAP)*. Washington, DC: World Bank.

> "Between 1995 and 1998, CGAP played a pivotal role in developing a common language for the industry, catalyzing the movement towards best-practice performance standards, and building a consensus among its varied stakeholders. Reporting standards for MFIs were defined. It developed various operational tools for practitioners and donors on management information systems, business planning, financial projections, appraisal format, and audit standards. It also developed a performance-based funding approach for MFIs through partnership agreements based on the MFIs own performance targets." (p. 4 du rapport)

Ce tournant commercial de la microfinance a entraîné une transformation profonde de la pratique, d'après Mader, incitant les MFI, initialement des ONG, à *« devenir des banques »* (Mader, 2015, p. 60, notre traduction), c'est-à-dire à rechercher des sources de financement privé, à atteindre une forme de compétitivité, et à ne plus s'appuyer sur les financements publics. Cette tendance conduit à faire passer la microfinance, en l'espace de quelques décennies, d'une pratique obscure issue du monde du développement et des ONG, à un mode d'investissement rentable pour les investisseurs et acclamé par le monde du développement, amenant les Nations unies à déclarer 2005 comme l' « Année internationale de la microfinance ». Ainsi, en 2005, la part de l'aide publique dédiée à la microfinance n'atteint que 2% et sa croissance est essentiellement soutenue par le secteur privé :

> "By the mid-2000s the streamlined, minimalist, explicitly commercial variant of microfinance was rapidly becoming the dominant model; not necessarily by total size yet but in terms of donor and investor backing. A report by the Council of Microfinance Equity Funds in 2004 identified at least 124 explicitly private, commercial, regulated, shareholder-owned MFIs […]." (Mader, 2015, p. 63)

Servet (2006) souligne ce développement paradoxal de la microfinance : souvent présentée comme un objet au carrefour de la finance et du développement, elle est aussi en rupture avec les anciens modèles associatifs et coopératifs, finissant par être massivement dépendante des financements privés. Il est essentiel de comprendre cette évolution pour ensuite examiner comment cette pratique, apparemment si étrangère—initialement—au monde de la finance, est parvenue à se fondre dans les routines et mécanismes d'organisation endogène du champ de la finance genevoise.

ii. La microfinance commerciale et son implantation genevoise

Ainsi, nous observons, d'une part, un champ financier genevois peuplé d'organisations variées, mais entretenant souvent des réseaux très intégrés, notamment au niveau des banques privées ; et d'autre part, une pratique, la microfinance, qui a progressivement quitté le monde des ONG et du développement pour être saisie par les acteurs financiers. Nous allons voir, à partir de nos données, comment la conjonction de ces deux réalités permet l'implantation de la microfinance commerciale à Genève.

---

https://documents1.worldbank.org/curated/en/433421468153290801/pdf/514460WP0GLB0C10Box342028B01PUBLIC1.pdf (dernière consultation le 17.06.2024)

1. De l'hybridation des champs à l'importance des mécanismes endogènes

Comme nous allons l'observer, la création du premier *asset manager* de microfinance commerciale à Genève, Green Lotus, résulte en partie de cette conjonction. Les débuts de la microfinance commerciale à Genève sont ainsi, nous le verrons, l'effet de la rencontre entre des chocs exogènes au champ financier genevois et de puissants mécanismes internes. Ces chocs sont alors intégrés et stabilisés de manière endogène par ce champ. Ainsi, là où certains discours indigènes décrivent l'émergence de la microfinance (puis de la finance d'impact) comme le « croisement de deux mondes », nous attirons l'attention sur le caractère structurant des mécanismes endogènes au champ financier dans cette émergence et cette stabilisation, permettant aux éléments exogènes de catalyser ces évolutions. Cela nous permet alors d'observer ce champ de la microfinance comme un sous champ—ou champ emboîté (Fligstein & McAdam, 2011)—du champ de la finance traditionnelle genevoise. Comme précisé en introduction, la focale sur l'endogénéité est un choix méthodologique (le choix de Genève, en raison des réseaux intégrés de la ville, est propice à analyser les dynamiques endogènes) mais aussi, nous le verrons, un résultat, car nous cherchons à mettre en évidence les conditions et les conséquences des mécanismes d'émergence et de transformation endogène.

Lorsque nous parlons d'endogénéité, nous faisons référence à trois types d'internalités :

- L'internalité à la finance (par opposition à d'autres espaces, comme les ONG, organisations internationales, milieux associatifs…) ;
- L'internalité à la ville de Genève (qui inclut les réseaux familiaux, professionnels, d'influence…) ;
- L'internalité à la finance genevoise (combinaison des deux catégories précédentes)—ce troisième type étant celui qui incarne le plus la force de l'endogénéité observée, et qui sera prioritairement analysé.

À l'inverse, le terme « exogénéité » sera utilisé pour parler de tout ce qui est externe à l'une ou plusieurs de ces trois catégories. Enfin, quand nous parlons de champ financier genevois, nous faisons référence à l'ensemble des acteurs bancaires et financiers installés en particulier dans la finance conventionnelle (pas spécifiquement « durable »). Lorsque nous employons l'expression

« champ de la finance traditionnelle genevoise », nous nous focalisons plus spécifiquement sur le segment très intégré des banques privées et des grandes familles de la ville.[63]

Avant toute chose, pour se représenter le cadrage discursif officiel de la finance durable—et en particulier de la microfinance—à Genève, il est important de comprendre qu'au sein de nos données, les discours portés par les organisations promotrices de la microfinance genevoise ou directement actives dans ces domaines attribuent cette émergence à la versatilité de la ville, et à son supposé double rôle. Genève est, en effet, souvent décrite comme la ville des banques d'une part, et la ville des organisations internationales d'autre part, cette double fonction étant symboliquement représentée par les deux rives, de chaque côté du Rhône, incarnant chacune l'un de ces imaginaires :

> « Tout le monde connaît Genève pour son jet d'eau, qui rassemble les touristes comme les locaux sur les bords du Léman. Le canton est ensuite divisé en deux par le Rhône, avec des subtilités historiques et culturelles sur chacune des deux rives. D'un côté la rive gauche, la plus ancienne, avec sa vieille ville pavée et son quartier des banques feutré. De l'autre, la rive droite, où fleurissent les sièges de nombreuses organisations internationales et non gouvernementales (ONG), que l'on surnomme la 'Genève Internationale'. Il s'agit aujourd'hui de créer plus de ponts entre ces deux rives, en particulier entre les experts du développement soutenable dans la Genève Internationale et les spécialistes de la finance de la rive gauche. » (Site web de Lacour-Deschamps, une banque privée genevoise)

Cette conception irrigue profondément les narratifs de cette émergence et se retrouve dans la bouche de plusieurs de nos enquêtés, que ce soit sous ce symbole des « rives », ou encore à travers l'idée d'un « Esprit de Genève » (*cf. supra*), réconciliant ces différentes activités, et emprunté à Robert de Traz, qui écrivait, en 1929, un essai inaugurant cette formule consacrant le rôle international de la « Cité de Calvin » dans la paix mondiale, l'assistance aux démunis, et la diffusion de valeurs d'humanisme. Par exemple, Clara de Montane, directrice exécutive à FAC, un gestionnaire d'actif genevois ayant joué un rôle dans l'émergence de la microfinance commerciale dans la ville[64], souligne la nécessité de créer des *« ponts »* entre ces rives :

> « […] On a tout, ici, à Genève. Entre le World Economic Forum, les Nations unies, les banques, les assurances, les caisses de pension, le milieu académique, comme vous, […] les entreprises pharmaceutiques, les entreprises de *food*, tout ça c'est génial. Mais c'est vrai que si vous traversez la route et vous arrêtez deux, trois personnes [qui] vous disent 'je suis banquier', et vous leur dites 'mais est-ce que vous allez de temps en temps […] à l'ONU', ils vont vous regarder comme ça : 'vous parlez de la rive gauche, ou ?' Et ça, c'est dommage, mais bon. Il y a encore peu de ponts [entre les deux rives]. » (Clara de Montane, Directrice, FAC)

[63] En pratique, cette distinction n'est pas essentielle dans le raisonnement, puisque la plus grande catégorie est, comme nous l'avons vu, assez nettement cadrée par ce sous-champ « traditionnel ».
[64] Nous revenons plus bas sur le rôle précis de FAC.

Ainsi, quand la microfinance, pratique issue du monde du développement, portée d'abord par des ONG, et soutenue *a posteriori* par les Nations unies, s'implante dans le paysage financier genevois, ses promoteurs soulignent largement le rôle de cette réconciliation des « deux rives » :

> « La Genève Internationale va alors jouer un rôle 'd'incubateur'. Pour mieux comprendre son importance, il faut se souvenir que Genève est le deuxième siège des Nations Unies, et accueille le siège d'une quarantaine d'organisations internationales et plusieurs centaines d'ONG, représentant plus de 30.000 emplois, soit une taille similaire à celle du secteur financier à Genève. […] Ainsi, grâce à la rencontre entre certaines organisations basées à Genève comme la CNUCED (chargée des questions de développement et du commerce), et certains banquiers privés visionnaires, Genève a pu se distinguer en permettant le lancement du tout premier fonds d'investissement commercial dédié à la microfinance, ainsi que du premier gestionnaire de fonds spécialisé en microfinance : Green Lotus. » (Site web de Lacour-Deschamps)

De manière similaire, Gaspard Leblanc, associé-gérant chez FAC[65], voit le développement de la microfinance à Genève comme *« un pont entre la Genève internationale et la place financière »*.

Bien que ces narratifs répondent en partie à des objectifs de communication, ils renvoient bien à une réalité sur l'émergence de la microfinance—et en partie de l'impact investing—, comme « objets-frontières » (Barman, 2020), c'est-à-dire, des objets dont le succès résulte de la collaboration d'acteurs aux caractéristiques diverses, en produisant des définitions et des compréhensions variées, sans que cette variété n'empêche la coopération. L'émergence et le succès de tels objets proviennent ainsi souvent de la conjonction de différents champs. Ils peuvent même, dans certains cas, résulter de l'hybridation de ces derniers, ou de l'intrusion/empiètement (*encroachmement*) de l'un dans l'autre, ouvrant un nouvel espace fécond pour le développement dudit objet-frontière, comme le démontrent Spicer *et al.* (2019) avec le cas de l'entrepreneuriat social.

Les données de terrain que nous allons étudier ci-dessous montrent que ces phénomènes d'hybridation sont loin d'être étrangers au développement de l'impact investing—*via* la microfinance—à Genève. En effet, le premier *asset manager* genevois consacré à la microfinance, Green Lotus, est bien, comme nous le verrons, le résultat de la collaboration d'acteurs des Nations unies, et d'acteurs ancrés dans le champ financier genevois ; et leur succès dans la mise en place de la microfinance résulte en partie de ces alliances. Pour autant, mettre la focale exclusivement sur le statut intermédiaire de ces objets peut faire de l'ombre aux mécanismes proprement endogènes qui leur permettent de s'implanter, pourtant essentiels à la compréhension des phénomènes d'émergence. Nous montrerons ainsi que compléter une telle approche permet de mettre en évidence le caractère structurant des mécanismes endogènes d'émergence et de stabilisation de ces espaces, tout en soulignant le rôle catalysant des éléments exogènes dans ce processus. Dans la

[65] Nous revenons également plus loin sur le rôle central de Gaspard Leblanc.

première partie de ce chapitre, nous avons insisté sur les particularités locales du champ de la finance genevoise, en mettant en avant ses fortes dynamiques endogènes, notamment à travers le rôle des banques privées. Comprendre l'implantation d'une nouvelle pratique dans un tel contexte requiert ainsi d'accorder une attention spécifique aux mécanismes endogènes à l'œuvre, bien que ceux-ci soient soutenus par des éléments externes. Pour ce faire, nous proposons d'entrer dans l'intimité de cette séquence sur l'émergence du premier *asset manager* de microfinance à Genève, Green Lotus, en examinant la manière dont les logiques internes du champ genevois de la finance ont structuré et cadré cette émergence catalysée par des mutations et évolutions externes à ces espaces.

2. Le rôle pivot des *skilled social actors* dans l'émergence de la microfinance genevoise

Les Nations unies ont certes joué un rôle important dans la mise en place de la microfinance à Genève ; mais ce rôle reste indirect. Nous allons voir en quoi cette émergence gagne moins à être observée comme le fruit d'un croisement de la « Genève financière » et « internationale » que de l'action de *skilled social actors*[66] (SSA[67]) issus de ces deux champs, et qui importent, dans le champ financier genevois, des éléments externes, en les adaptant, grâce à leur maîtrise des ressources internes de la finance genevoise. Autrement dit, plutôt que de mettre uniquement l'accent sur le statut intermédiaire des acteurs et des institutions, nous soulignons la manière dont les uns et les autres font avant tout reposer leur succès sur la maîtrise des mécanismes de ce champ financier genevois, et leur intégration dans ses réseaux d'*incumbents*. Ceci nous permet de reconsidérer le rôle de l'externalité dans les changements qu'ils initient. Si cette exogénéité est loin d'être sans effet dans ces changements, nous proposons de la qualifier de *catalysante*. En d'autres termes, elle joue un rôle décisif dans le déclenchement de certaines évolutions, déstabilise des espaces et des pratiques, et renforce des changements. En revanche, nous verrons que les mécanismes endogènes au champ de la finance (reposant sur ses acteurs et organisations centrales et traditionnelles), détiennent une fonction *structurante*. Autrement dit, celle-ci est responsable de la définition des cadres de ce changements, et de sa stabilisation en de nouveaux champs ou sous-champs. La distinction des rôles respectifs de ces mécanismes nous permet de restituer aux dynamiques endogènes le rôle essentiel qu'elles jouent dans notre cas d'étude, là où la plupart des travaux sur la moralisation des marchés observent davantage les stratégies externes de mise sous pression (Bartley et Child, 2014 ;

[66] Des individus possédant un *« social skill »*, au sens de Fligstein et McAdam, comme défini plus haut dans le propos préliminaire du chapitre.
[67] Nous utiliserons l'acronyme « SSA » dans la suite du texte.

King et Pearce, 2010), collaborations (Kabouche et Dubuisson-Quellier, 2020 ; McDonnell, Odziemkowska et Pontikes, 2021) ou encore de traduction d'intérêts (Latour, 2015). Cette attention portée au rôle des mécanismes internes, catalysés par des facteurs exogènes, est cruciale, car elle nous permettra plus loin de comprendre l'absorption rapide et le cadrage de cette pratique par ce champ de la finance genevoise, et ses conséquences. Par « mécanismes internes » ou « endogènes », nous faisons référence à l'ensemble des conditions qui facilitent les actions d'individus ou organisations, en reposant sur des traditions, réseaux de connaissances, flux financiers, ou statuts qui dépendent principalement du champ traditionnel de la finance et de la banque genevoise, ou *a minima* des élites traditionnelles de la ville. Nous détaillerons ces mécanismes et montrerons leur caractère structurant dans les changements observés.

Philip Schneider et la CNUCED : du monde du développement au sein du noyau dur de la finance genevoise

Philip Schneider, coordinateur à la CNUCED—la Conférence des Nations unies sur le commerce et le développement—est l'un de ces SSA qui jouera un rôle pivot dans l'implantation de la microfinance commerciale à Genève. Comme nous le verrons dans le déroulé des événements relatés ci-dessous, quatre principaux acteurs ont impulsé le lancement de la microfinance commerciale à Genève : Gaspard Leblanc, un banquier genevois ayant travaillé à FAC, un gestionnaire d'actif de la ville ; Pierre-Luc d'Autane, ancien consultant à McKinsey ; Paul Lacour, héritier de la banque privée genevoise du même nom ; et Philip Schneider—nous reviendrons sur les rôles et statuts respectifs de ces différents acteurs. C'est au cours d'un entretien avec Gaspard Leblanc que nous avons découvert que Philip Schneider a été déterminant dans ces évolutions, insistant sur le fait que *« Schneider, c'est pas une anecdote »*. De son côté, Pierre-Luc d'Autane mentionne aussi *« la grande chance »* qu'il a eu en rencontrant Philip Schneider, au moment des balbutiements de la microfinance commerciale. Enfin, Paul Lacour souligne que, dans ce processus, c'est Philip Schneider qui a été central, et le décrit comme *« un type génial […] avec une vision hyper claire »*. Ces différents acteurs nous ont chacun raconté, en entretien, le même déroulé des événements ayant conduit à l'émergence de la microfinance commerciale à Genève. Cependant, notre analyse mobilisera surtout les propos de Philip Schneider, qui ont l'avantage d'entrer davantage dans les détails et de permettre une analyse plus fine de ces derniers. Nous insistons néanmoins sur le fait que les étapes majeures de ce déroulement sont corroborées par chacun de ces individus.

Entièrement étranger au monde de la finance, affirmant lui-même initialement *« ne rien y connaître »* et avoir dû se former ultérieurement, Philip Schneider a contribué à la visibilisation de la

microfinance auprès d'institutions financières privées européennes. Lors d'un voyage en Espagne en 1992 organisé par la CNUCED, il découvre l'existence de la microfinance à l'occasion d'une conférence. Philip Schneider décrit ainsi cet événement sur le mode de la révélation et de l'épiphanie, caractéristique des cas d'incursions de dimensions morales dans les milieux professionnels (Bereni et Prud'Homme, 2019) :

> « On était toute une équipe de la CNUCED […] ; j'avais vu dans un journal à Carthagène qu'il y avait une conférence sur la microfinance à Barranquilla qui est une ville à côté, et c'est formidable, c'est intéressant : j'ai lu—c'est la première fois que je lisais sur la microfinance—ils disaient : 'on prête de l'argent et avec 100 dollars on change la vie des gens'. Et donc j'ai affrété un taxi, on est allés en groupe, on est allés à Carthagène, on est allés à Barranquilla, et là j'ai retrouvé des gens formidables. […] Donc […] je suis tombé, à ce moment-là, dans la microfinance, et ça m'a intéressé, dès lors, parce que les gens étaient formidables. Donc j'ai vu l'énergie formidable et j'ai dit 'ben venez !'. On les a invités le soir, on a fait une soirée avec tous les gens de la microfinance. Et c'est là que j'ai commencé à connaître un petit peu ce domaine-là. […] Donc c'était en 92. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

Si Philip Schneider est bien un officiel de la CNUCED, il est utile de mentionner que lorsque ce dernier commence à s'intéresser à la microfinance, il ne le fait pas dans le cadre d'une mission des Nations unies. Au contraire, il est, à ce moment-là, *« en délicatesse »*, selon ses termes, avec son responsable, qui le met à l'écart, lui permettant, paradoxalement, de travailler sur le dossier de la microfinance :

> « Il se trouve que la chance ou la malchance ont fait qu'en 93, j'étais en rupture de ban avec mon institution, la CNUCED, et que j'étais dans les plus mauvais termes avec mon chef, et que je savais plus quoi faire, et qu'il m'a dit : 'mets-toi dans un bureau et fais ce que tu veux'. Et là, j'ai commencé à… j'ai retrouvé cette idée de la microfinance que j'avais abandonnée parce que, entre 92 et 93, j'avais fait une autre chose. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

Il est ainsi utile de noter que c'est sa mise à l'écart au sein de la CNUCED qui lui a offert la possibilité de construire ce projet de microfinance commerciale, alors même qu'il ne bénéficie d'aucun soutien de la part de ses collègues ou de l'institution. C'est donc dans ces conditions que Philip Schneider commence à récolter puis mettre en forme des preuves, des données, et des arguments pour convaincre les acteurs de la finance qu'un tel marché existe et peut exister. C'est une démarche très similaire à la mise en marché étudiée par Steiner (2005) ; mettre en forme un marché et le justifier auprès de ses potentiels participants :

> « Donc j'ai commencé à écrire, et puis je me suis dit 'mais ce que disent ces gens-là, c'est qu'on prête de l'argent de façon commerciale à des gens qui remboursent, et on a besoin de plus d'argent pour prêter plus, et cet argent peut-être qu'il peut venir de source commerciale'. Donc c'est ça, l'idée de départ. Donc j'ai rédigé un premier document qui s'appelle 'la belle au bois dormant', en disant 'voilà, il y a un marché extraordinaire qui demande qu'à être réveillé, et est-ce que ce marché-là pourrait être financé par l'investissement privé ?' ». (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

C'est en entrant dans le milieu de la finance, par le biais de différents acteurs genevois, notamment Michel Lacour (de la banque privée du même nom) et la fondation Rafad[68], que Philip Schneider peut alors poursuivre cette mise en marché :

> « Et puis j'étais invité […] à Genève place financière[69] par Michel Lacour. Et alors écoutez, bon d'abord j'étais très impressionné, j'ai perdu mes mots au milieu de ma présentation, […] mais néanmoins, c'était pour moi l'épreuve du feu, c'était très intéressant, c'était la première fois que je confrontais mes idées. Et avant ça, c'est des personnes qui ont beaucoup compté, c'est la fondation Rafad à Genève. Ils ont été à une réunion, et là il y avait des personnes de la microfinance et j'ai montré mon premier PowerPoint […]. Ils ont dit : 'ah, mais c'est formidable' […]. Donc, et là, à Rafad, j'ai rencontré une personne très importante […] qui, de façon très généreuse, m'a ouvert tout son carnet d'adresse. Il connaissait très très bien la microfinance. Et grâce à lui, ça a complété les quelques connaissances que je m'étais faites […]. J'ai vu un petit peu ce qu'il se faisait […]. Et puis à Rafad, j'ai connu la deuxième personne un peu marginale […], qui était un Belge […]. Et ce monsieur-là, il m'a mis en contact avec le Luxembourg en disant 'au Luxembourg, il y a des gens qui peuvent s'intéresser à ce que vous faites' ; et j'ai été mis en contact avec la population luxembourgeoise. Comme j'étais en rupture de ban dans mon institution et que j'avais pas d'argent du tout—donc j'étais réduit à moi-même, et là, je suis allé à mes frais à Luxembourg, j'ai vu le secrétaire d'État Wohlfart qui, sur un coup de tête, me dit 'oui ça m'intéresse ce que vous faites, je vous donne 100 000 dollars pour faire une étude de marché'. Il me dit 'voilà, on peut créer un fonds et investir dans ce domaine-là'. Et donc là, comme j'ai eu un petit peu d'argent, j'ai pu voyager, donc je suis allé voir tous les contacts que m'avait donnés Dominique Lesaffre […]. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

En utilisant ses propres compétences, son statut à la CNUCED, les réseaux du milieu financier genevois, et les ressources économiques du Luxembourg, Philip Schneider combine ainsi différentes ressources et compétences pour mener son projet, comme Fligstein et McAdam le décrivent en conceptualisant les SSA. Cela permet alors à Philip Schneider de produire des récits, des données, et aussi des outils techniques cruciaux dans cette mise en marché de la microfinance commerciale. Mais c'est aussi au cours de ces processus que Philip Schneider gagne la confiance d'un autre des trois autres acteurs majeurs mentionnés plus haut, centraux dans le développement de la microfinance au sein de la finance genevoise. En effet, quand Philip Schneider crée une base de données visant à réaliser des appariements entre investisseurs et potentiels bénéficiaires en microfinance, il travaille avec Pierre-Luc d'Autane, dont nous examinerons plus loin le rôle :

> « [J'ai eu la grande chance de connaître une personne à la CNUCED, qui s'appelle Philip Schneider, avec qui j'ai travaillé pendant un an sur la confection d'une base de données globale sur qui est qui en microfinance : offres, demandes, conseils. » (Pierre-Luc d'Autane)

> « Et j'ai commencé à recueillir des informations financières, parce que le but c'était de dire et de démontrer, donc j'ai pris leur compte d'exploitation, j'ai pris tous les documents. Et là je me suis dit 'il faut que je mette ça dans un outil facile à consulter', et j'ai commencé à créer un outil que j'ai appelé le *VMM, Virtual Microfinance Market*. C'est une base de données, à droite il y avait—c'était visuel—à droite il y avait une base de données des investisseurs potentiels, et à gauche il y avait les cibles potentielles d'investissement, [c'est-à-dire] les entreprises de microfinance dans les pays en développement. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

[68] Non anonymisé. La fondation Rafad, fondée en 1985, était basée à Genève et promouvait les solutions financières alternatives destinées aux pays en voie de développement.
[69] Non anonymisé. Il s'agit une fondation majeure de l'écosystème financier genevois active dans la promotion et le rayonnement de la place financière genevoise.

Dans la même veine, Philip Schneider produit, en 1996, à l'issue de ses voyages, une vidéo, intitulée « Good News », qui consiste en une mise en scène d'un journal télévisé, où la présentatrice démontre l'importance de la microfinance dans les pays en développements, dont les populations sont souvent coupées du système de financement. Images, chiffres, et histoires à l'appui, cette vidéo explique de façon didactique les bénéfices supposés de cette pratique financière pour les populations cibles, comme pour les investisseurs (*cf. Fig. 3*) :

> « Donc j'ai fait le tour du monde, j'ai recueilli beaucoup d'informations, j'ai connu des gens, j'ai connu la microfinance, et donc ça m'a rendu plus à même d'en parler à l'extérieur. Et j'ai fait des vidéos, […] donc j'ai fait une vidéo en 96 qui s'appelait *Good News*, qui expliquait la microfinance. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)



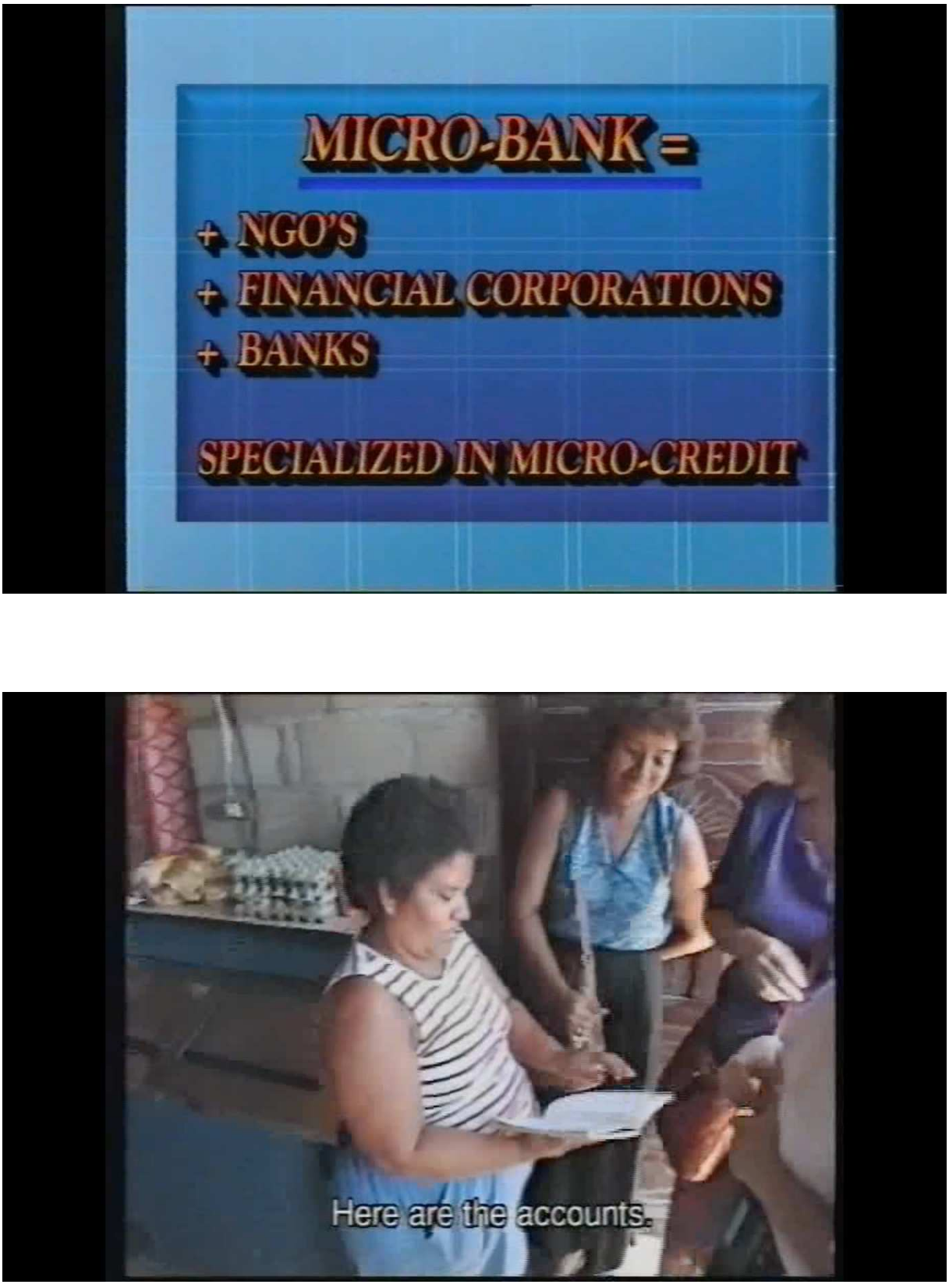


Figure 3 — Extraits de la vidéo « Good News », 1996

Philip Schneider produit ensuite une autre vidéo du même type qu'il a pu présenter lors d'une conférence à Lyon réunissant les acteurs luxembourgeois, et en particulier Credix, une banque privée au Luxembourg. À la suite des sollicitations de Philip Schneider, convaincue, Credix décide de lancer un fonds de microfinance, initialement géré par AXA, et qui sera, notamment par l'intermédiaire de Pierre-Luc d'Autane, très rapidement repris par Green Lotus[70], premier gestionnaire d'actifs en microfinance à Genève :

> « Et puis, en 98, ça s'est fait, le fonds a été créé, Credix a mis 10 millions, on a dû, je vous passe les détails, on a dû aller voir les autorités financières au Luxembourg, bref il y a tout un tas de péripéties intéressantes. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

On observe donc, du côté des Nations unies, Philip Schneider, un SSA initialement étranger au champ de la finance genevoise, qui, pour des raisons conjoncturelles d'éloignement de son institution (*« mise au ban »*), va se rapprocher des acteurs financiers de la ville. Schneider tire sa légitimité de son statut d'officiel CNUCED, mais surtout de la maîtrise qu'il acquiert des réseaux de la finance genevoise. Il met alors à disposition de ces acteurs ses compétences, son réseau, et ses ressources issues du monde du développement, pour les inciter à développer des organisations de microfinance commerciale financées de manière privée. Après avoir *« frappé à la porte de toutes les banques privées genevoises »*, sans que *« personne [ne l'écoute] »*, dans un premier temps, d'après Paul Lacour, il finit par parvenir à apporter la preuve de l'intérêt que représenterait l'investissement dans un tel marché, en développant le *VMM*, mentionné ci-dessus, et d'autres outils de communication. Il gagne ainsi la confiance de plusieurs acteurs, à Genève puis au Luxembourg.

Cet angle d'analyse permet d'examiner la compréhension et l'utilisation stratégique qu'un individu externe avait des mécanismes endogènes de la finance genevoise (relations inter-individuelles, participations aux événements, développement de liens avec les acteurs pivots[71] du champ), sans attribuer trop d'importance à une supposée hybridation des « deux Genève », comme le souligne d'ailleurs l'un de ces acteurs financiers moteur dans le projet, Gaspard Leblanc[72] :

> « Green Lotus dans sa communication dit toujours : 'Green Lotus a été fondé par les Nations unies'. C'est pas tout à fait vrai… […] c'est parce que, moi, j'avais rencontré Philip Schneider, qu'on a monté ce dossier. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

[70] Nous reviendrons ci-dessous amplement sur le rôle central de cette organisation dans l'émergence de la microfinance commerciale à Genève.
[71] Notamment les Lacour, grande famille à la tête de la banque privée Lacour-Deschamps.
[72] Nous revenons plus bas sur le rôle de Gaspard Leblanc.

Cette mise en avant du rôle des Nations unies est aussi le cadrage proposé par Lacour-Deschamps, grande banque privée genevoise, dans sa communication officielle :

> « Grâce à la rencontre entre certaines organisations basées à Genève comme la CNUCED (chargée des questions de développement et du commerce), et certains banquiers privés visionnaires, Genève a pu se distinguer en permettant le lancement du tout premier fonds d'investissement commercial dédié à la microfinance, ainsi que du premier gestionnaire de fonds spécialisé en microfinance : Green Lotus. » (Site web de Lacour-Deschamps)

Suivre de manière plus précise ce processus nous permet ainsi de relativiser l'argument de l'empiètement des champs, et de mettre davantage en lumière le rôle critique d'un individu qui a su mettre à profit les bonnes ressources relationnelles pour porter son projet au sein du champ financier genevois. Bien qu'il occupe une position intermédiaire entre la CNUCED (plus largement le monde du développement) et le monde financier, Philip Schneider parvient à ses fins aussi et surtout en tant que nouvel entrant dans le noyau dur de la finance genevoise. Son externalité joue ainsi un rôle catalyseur[73], car il y importe des concepts et propositions qui lui sont initialement extérieurs ; en revanche, leur implantation est de part en part endogène, puisqu'elle s'adapte aux règles de ce même champ financier.

Enfin, un point essentiel de l'histoire de la microfinance genevoise réside dans les relations étroites que Philip Schneider a tissées avec des acteurs centraux de la finance de la ville, et nous verrons que cette dimension locale a été déterminante. Lorsqu'il parvient à mettre en place, au sein de la CNUCED, une petite unité travaillant sur la microfinance, et *via* laquelle il produit les vidéos, textes, et outils de promotion mentionnés plus haut, Philip Schneider se dote en effet du soutien et des compétences de plusieurs acteurs de la finance de la ville, dont Paul Lacour :

> « Il y avait un autre monsieur […], qui était une personne aussi qui m'a beaucoup appris parce qu'il m'a appris le vocabulaire financier—je connaissais rien. Je dois dire qu'un de mes amis, aussi mon beau-frère, m'avait invité à Lyon voir quelqu'un, et c'est comme ça qu'on fait ses armes. Je connaissais rien au vocabulaire de la finance et là j'ai appris un petit peu. Donc avec ce monsieur […], il partageait un bureau avec Arnaud Lacour, le père de Paul Lacour. Et donc j'ai connu Arnaud Lacour un petit peu, et puis c'est par ce biais que Paul Lacour est venu à la CNUCED comme stagiaire chez moi. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

Paul Lacour, mais aussi Gaspard Leblanc que Philip Schneider rencontre au cours de ce projet, par leur positionnement central dans le champ traditionnel de la finance genevoise, joueront un rôle crucial dans la structuration de la microfinance *via* les réseaux endogènes de ce champ. Nous allons à présent examiner le rôle de ces réseaux financiers dans le processus d'émergence du fonds Credix. Nous verrons aussi en quoi ils ont été importants dans la reprise de ce fonds par Green Lotus, qui

[73] L'action de Credix est un autre élément externe à considérer, qui lance le fonds, avant de le céder à des acteurs genevois, comme nous le relatons plus bas.

sera le premier gestionnaire d'actifs de microfinance commerciale à Genève, et installera, avec son émergence, la microfinance commerciale dans l'écosystème genevois.

L'intégration de la microfinance dans la finance genevoise : le rôle déterminant des acteurs financiers

Comme mentionné plus haut, Gaspard Leblanc, Pierre-Luc d'Autane et Paul Lacour, sont les autres SSA qui nous intéressent ici. Ils ont tous un lien avec Philip Schneider et ont donc chacun joué un rôle à l'un des stades de son projet sur le développement de la microfinance commerciale. Nous allons voir que ces acteurs bénéficiaient chacun—plus ou moins directement[74]—d'une place au sein de réseaux ou d'institutions centrales de la finance genevoise—notamment les banques privées—, leur attribuant alors un statut d'*incumbent* de ce champ, et leur octroyant les ressources nécessaires à la mise en place de leur implantation de la microfinance à l'échelle locale. Cette implantation locale aura lieu à la faveur de la création de Green Lotus, premier gestionnaire genevois de fonds de microfinance, qui lui-même a pu être créé grâce à la reprise du fonds Credix, initiée par Philip Schneider comme nous l'avons montré dans la précédente section. Examinons à présent l'importance du rôle des acteurs financiers, ainsi que de leur ancrage local, dans l'aide apportée à Philip Schneider puis le projet de reprise du fonds Credix avec la fondation de Green Lotus.

Comme nous l'avons vu plus haut, Philip Schneider est parvenu, au cours de son parcours aux frontières du monde du développement, à pénétrer efficacement les réseaux de la finance genevoise, et notamment à entrer en contact avec des membres de la banque privée Lacour-Deschamps, l'une des plus anciennes banques privées suisses, fondée à la fin du XVIII° siècle, employant plus de 2 500 personnes dans le monde et présentant, comme la plupart des banques privées genevoises (*cf. supra*) une remarquable stabilité dans le contrôle intra-familial qui les caractérise, encore jusqu'à aujourd'hui. C'est la rencontre de Philip Schneider avec Gaspard Leblanc, alors employé à Lacour-Deschamps, qui a été déterminante, car si Philip Schneider est effectivement parvenu à lancer ce fonds de microfinance, cela ne s'est pas fait sans difficulté, puisque Credix avait failli s'en désengager. Dans ces premiers moments du fonds, l'aide de Gaspard Leblanc[75] et d'autres acteurs de la finance genevoise a été importante, d'après Philip Schneider :

> « Et puis le fonds, qui a eu des hauts et des bas, [et en 1997], […] le représentant de Credix, un garçon très sympathique, m'a dit 'Credix va se désengager, les personnes qui ont promu ça sont plus du tout d'accord, ça

[74] Nous verrons toutefois que Pierre-Luc d'Autane a un parcours plus atypique, mêlant ONG de développement et monde financier. Il s'insère ultérieurement dans les réseaux de la finance genevoise, comme nous le présentons plus bas.
[75] Qui participera officiellement à la fondation de Green Lotus.

> va pas se faire'. Et puis on a réussi à rattraper les choses, mais pendant un moment, c'était pas vraiment sûr que ça allait se faire. […] J'ai rencontré Gaspard Leblanc aussi, et Adrien Williams […] et c'étaient les personnes les plus ouvertes que j'ai pu voir à cette époque-là, et des personnes qui donnaient des encouragements qui étaient très très nécessaires pour pouvoir continuer. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

Titulaire d'un doctorat en science politique, fils d'un professeur d'université, Gaspard Leblanc est amené à réaliser un stage chez Lacour-Deschamps pour financer sa thèse, le conduisant finalement à poursuivre dans le domaine de la finance. Ayant fait ses armes dans plusieurs grandes institutions financières, il est aujourd'hui décrit par l'un de ses anciens collègues et ami comme un *« crocodile »*, un *« vrai bon banquier »*, mais, *« en même temps, [avec] un côté moral, [ou même] philosophique »*. En phase avec ce profil revendiqué de banquier « pur et dur » aux ambitions éthiques, Gaspard Leblanc, avant même de rencontrer Philip Schneider, travaillait déjà, au sein de Lacour-Deschamps, sur la gestion des fonds d'une fondation, Solidas, dédiée à l'investissement socialement responsable. Lorsque Philip Schneider lui présente son ambition de développer la microfinance commerciale et de proposer son adoption à des groupes d'investissement, notamment en Suisse, Gaspard Leblanc commence à collaborer avec lui sur le projet, avant que Lacour-Deschamps ne se désiste, car, selon lui, cette approche *« activiste »* détonnait trop par rapport aux activités habituelles de l'institution :

> « Moi j'ai fait un projet pour Lacour-Deschamps—[qu'ils n'ont pas voulu] parce que je m'occupais de Solidas, à l'époque. Et c'était un peu compliqué comme projet, parce qu'il y avait beaucoup d'activisme aussi et de fonds de pension, et Lacour avait un peu la trouille, et puis ils ont dit : 'non ça c'est pas pour nous'. Et puis c'est finalement Credix au Luxembourg […] qui a rencontré Philip Schneider, parce qu'il a fait la tournée de toutes les banques, puis qui lui a dit, 'mais votre idée est tellement géniale, allons-y, on essaye'. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

Malgré ce désengagement initial de Lacour-Deschamps—par frilosité, selon Gaspard Leblanc—, la rencontre entre les deux hommes a été déterminante dans le lancement du projet, soutenu, indirectement, par Lacour-Deschamps, l'employeur de Gaspard Leblanc à l'époque, et, par ailleurs, l'institution qui a entièrement formé ce dernier à la finance et lui a permis d'intégrer ses réseaux. Cet épisode permet à Philip Schneider, *via* Lacour-Deschamps et Gaspard Leblanc, d'élaborer davantage son projet, avant de le concrétiser, grâce à sa rencontre avec un autre SSA, Pierre-Luc d'Autane. Ce dernier a un parcours mixte qui l'a conduit à naviguer entre le monde des ONG et celui de la finance :

> « J'ai vécu mes premières 6 années au Congo, […] avec mes parents. Je suis belge d'origine. Je suis devenu Suisse, puis j'ai fait mes études en Belgique, classique, je suis allé à l'université. J'ai fait ma maîtrise en sciences économiques. Dans le cadre de ces études, j'ai eu une expérience qui m'a marquée. C'est les trois ans en immersion pour un projet de développement en Inde. Après ça, j'ai choisi de faire l'économie du développement, donc *developmental economics*. Puis j'ai été *teaching assistant* de professeurs à l'Université de Namur en Belgique. Et puis j'ai eu la chance de commencer à faire du travail comme consultant d'abord en Roumanie. Et puis j'ai été engagé par des ONG, une ONG belge pour aller en Tanzanie puis au Guatemala où j'ai découvert ce qui était le balbutiement de la microfinance. Et puis après, […] j'ai fait mon MBA à Wharton, en finance. J'ai

> travaillé chez McKinsey comme consultant pendant deux ans. Et puis j'en ai eu marre et je suis revenu à ce que j'avais goûté, à savoir le travail de développement économique et social, *via* ce qu'on appelait ces fonds de crédits rotatifs, donc la microfinance. Et puis je suis parti en Argentine travailler comme directeur d'une fondation qui faisait de la microfinance. » (Pierre-Luc d'Autane, ex-consultant à McKinsey)

Comme dans le cas de Philip Schneider, on peut être, ici aussi, frappé par l'extériorité d'une partie du parcours de Pierre-Luc d'Autane. Hors du champ de la finance proprement genevoise, celui-ci est également marqué par le monde du développement, les ONG, ou encore le monde universitaire. Ces caractéristiques exogènes à la finance traditionnelle sont d'une certaine importance dans le rôle qu'il jouera dans l'implantation de la microfinance commerciale à Genève : en étant déjà familier de la microfinance et de son fonctionnement, il était plus à même de travailler sur ce projet. Après avoir rencontré Philip Schneider, Pierre-Luc d'Autane collabore lui-aussi avec ce dernier sur la mise en place de son projet, et en particulier du *VMM*, l'outil d'appariement entre investisseurs et bénéficiaires de la microfinance, mentionné plus haut :

> « [Avec Philip Schneider], j'ai travaillé pendant un an sur la confection d'une base de données globales sur qui est qui en microfinance : offres, demandes, conseils. Et puis, après cette année-là j'ai rencontré quelqu'un à la banque Credix qui m'a fait confiance et qui m'a donné la responsabilité d'un fonds de microfinance […]. Ça, c'était en 2000. » (Pierre-Luc d'Autane, ex-consultant à McKinsey)

Mais ces éléments exogènes issus du monde du développement doivent leur effet catalyseur à leur intégration dans l'univers très restreint de la finance genevoise, *via* la construction d'alliances avec des acteurs dominants du champ, disposant d'importantes ressources. En effet, c'est la rencontre de Pierre-Luc d'Autane avec Paul Lacour qui va être cruciale dans la création de Green Lotus. Paul Lacour est issu de la grande famille genevoise des Lacour, gérant depuis plusieurs siècles la banque privée Lacour-Deschamps. Cette grande famille, centrale dans le paysage de la finance genevoise, joue un rôle important dans le parcours et l'identité de Paul Lacour, qui a conscience de la notoriété de son patrimoine familial : *« Quand on s'appelle Lacour et qu'on est à Genève, on a des chances d'être de la famille de la banque »* (Paul Lacour). Paul Lacour a réalisé, à la fin de ses études, des stages à l'étranger, selon lui, pour éviter de se retrouver dans l'entreprise familiale, ou dans celle de son père, qui avait quitté la banque pour fonder une association d'aide à la création d'entreprises. D'après lui, ces stages ont joué un rôle-clé dans le processus de création de Green Lotus, puisque l'un d'entre eux lui a permis de rencontrer Pierre-Luc d'Autane, puis de monter ce nouveau projet, alors même qu'ils travaillaient tous les deux avec Philip Schneider :

> « Dans le cadre du deuxième [stage], j'ai rencontré quelqu'un […] qui avait le projet de monter un fonds [de microfinance] en collaboration avec Credix […]. La banque finalement a mis 10 millions sur la table, et puis c'était ça, son projet. Et puis, à ce personnage, je lui ai demandé de m'aider à obtenir des stages en Amérique latine dans des micro-banques, donc je suis parti en Amérique latine, j'ai fait 6 mois, à mon retour je lui ai écrit un rapport, il m'a embauché, et puis, […] c'est là que je rencontre Pierre-Luc d'Autane, et puis qu'on a décidé

> de gérer le fonds [de Credix, initialement géré par AXA]. Ils avaient fait deux investissements en deux ans. Ils comprenaient rien et […] ils fonctionnaient sur un système qui […] avait deux têtes : l'ONU, qui obtenait l'information [sur les bénéficiaires] et la leur fournissait, et puis une tête 'banque' qui se disait : 'de toute façon cette information que je reçois de l'ONU, c'est de la daube. En plus, je sais pas investir dans ces pays, donc voilà.' Donc là, on s'est dit : 'on rejoint cette tête, on s'occupe de collecter, nous, l'information, et puis on gère le fonds.' Ça, c'est comment est né Green Lotus » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

C'est donc *via* la rencontre avec Paul Lacour, héritier d'une des plus grandes banques privées de Suisse, que ce dernier, Pierre-Luc d'Autane, et Gaspard Leblanc lancent Green Lotus, pour reprendre le mandat d'AXA sur le fonds Credix, confiants dans leurs connaissances du fonctionnement de la microfinance. Cette idée de la création de Green Lotus venait toutefois initialement de Philip Schneider, qui l'avait suggérée à Pierre-Luc d'Autane, avec qui il travaillait sur le projet initial du fonds Credix. L'idée était alors d'étendre le marché de la microfinance commerciale, en ouvrant une *« société de conseil »* capable de rechercher d'autres investisseurs. La conjonction de cette idée, et de l'existence du fonds Credix, qui sera ensuite repris par Green Lotus lors de sa création, ont été à l'origine de cette dernière :

> « J'avais écrit à l'époque à la Coopération suisse, ça devait être 99 ou 2000, […] en disant 'est-ce que vous pouvez nous aider à mettre en place une société de conseil en microfinance ? Parce que maintenant il faut que ce secteur sorte du secteur public, […] Credix a mis en place un fonds qui est extérieur à la CNUCED, il faut maintenant une société de conseil qui va utiliser l'information du marché de la microfinance […] et qui va trouver d'autres investisseurs.' Et j'avais donné une copie de ces lettres à Pierre-Luc d'Autane qui me disait 'Ah, ça m'a inspiré, je me suis dit tiens c'est ça qu'il faut faire—ça m'a inspiré pour créer Green Lotus'. Donc Paul [Lacour] et Pierre-Luc d'Autane travaillaient ensemble avec moi à ce moment-là. Et c'est là que je me suis dit 'tiens, c'est une bonne idée de créer ça'. Et à l'époque, ils n'avaient pas encore la gestion du fonds Credix, donc je pense qu'ils ont négocié habilement pour pouvoir avoir la gestion du fonds, ce qui leur a donné la possibilité de se lancer. AXA n'a pas démérité, ils ont été de bons gestionnaires de fonds, mais je pense que Pierre-Luc d'Autane et Paul connaissaient infiniment mieux la microfinance, donc c'était vraiment une très bonne chose que le fonds leur soit confié. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

C'est ainsi que Green Lotus est née, par l'impulsion de Philip Schneider, qui a su entrer en contact avec des acteurs centraux de la place financière genevoise et lancer le fonds Credix, eux-mêmes associant leurs compétences, jusqu'à lancer Green Lotus grâce à la récupération du fonds Credix, assurée par Pierre-Luc d'Autane et Paul Lacour :

> « Après avoir reçu l'idée de Philip Schneider de créer une société *non-profit* mais qui s'occuperait de gérer des fonds d'impact—on parle de 2000, hein—j'ai ressorti cette idée et je me suis dit : 'J'en ai marre de la banque.' L'univers de la banque, en tout cas à ce moment-là, n'était pas du tout porteur pour le développement d'une chose comme j'essayais de faire. Et donc je suis sorti de la banque et avec la bénédiction de mon CEO de l'époque, j'ai créé Green Lotus avec Paul Lacour. Et on s'est lancé dans l'aventure. Et on a reçu dès le départ de la création de la startup, un contrat de conseil en gestion sur les fonds Credix en micro-crédit. Et c'est comme ça que Green Lotus a démarré. » (Pierre-Luc d'Autane, ex-consultant à McKinsey)

En somme, si ce projet fondateur de la microfinance genevoise a été permis par la coopération d'acteurs possédant des compétences diverses et des ressources variées, il est utile de noter que son

succès est le fruit de la concentration, menée à bien par quelques SSA, de ces ressources auprès des institutions et individus centraux du champ de la finance genevoise, en particulier la banque privée Lacour-Deschamps et ses représentants. Paul Lacour a lui-même tout à fait conscience du rôle de sa position dans ce champ et de la complémentarité de son *« réseau »* avec le *« bagage »*—autrement dit, les compétences—de Pierre-Luc d'Autane :

> « Et puis [Pierre-Luc] qui venait avec son bagage, Wharton, il avait fait McKinsey, pendant au moins 5 ans—donc avec son bagage très très carré, sa formation très bonne—et moi qui avait fait relations internationales ici… donc j'avais pas forcément un bagage très solide, mais j'avais un bon réseau, finalement, de gens qui ont cru dans le projet au début et puis qui nous ont suivis, quoi. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Examinons à présent en quoi cette inscription dans les réseaux et mécanismes endogènes du champ genevois—évoqués par Paul Lacour dans cet extrait—a joué un rôle structurant dans la mise en place de Green Lotus, et, par extension, dans l'implantation de la microfinance commerciale à Genève.

3. Les banques privées et réseaux traditionnels de la place financière genevoise : les bases de la structuration endogène de la microfinance

Dans la première partie de ce chapitre, nous avons mis en évidence certaines caractéristiques du champ de la finance genevoise qu'il nous faut mobiliser ici. Nous montrions d'abord que cette place financière est historiquement construite autour d'une *« aristocratie bourgeoise »* de banquiers privés, implantés depuis plusieurs décennies au sein d'institutions familiales. Nous voyions ensuite comment ces institutions préservaient un contrôle intra-familial sur leur propre structure, mais aussi sur l'ensemble du champ, débordant parfois dans les sphères extra-financières, comme le champ politique ou culturel. Ces banques privées, caractéristiques des mécanismes ultra-endogènes de la finance genevoise, se distinguent ainsi d'autres types d'établissements, en jouant sur ce caractère atypique, mettant en avant une éthique de la distinction, un dévouement à leurs riches clients, et leur implication dans la vie de la cité.

Comme nous allons le voir dans cette section, les banques privées, en tant qu'institutions centrales dans les réseaux endogènes de la finance genevoise, ont fourni d'importantes ressources aux acteurs qui y étaient associés, que ce soit de l'argent, des relations ou des compétences.

Les banques privées et leurs ressources : conditions initiales de l'émergence de Green Lotus

En premier lieu, c'est la centralité des acteurs *incumbents* qui a été déterminante dans l'implantation de la microfinance. En effet, si le projet porté par Philip Schneider a pu gagner en visibilité, c'est initialement parce que ce dernier a été invité à des événements de Lacour-Deschamps, comme nous l'avons vu plus haut. Mais au-delà de l'institution Lacour-Deschamps, les ressources les plus déterminantes sont celles qui sont venues des individus qui la représentent, soit en travaillant pour elle, soit en appartenant à la grande famille qui possède le groupe depuis maintenant plus de deux siècles. Ainsi, le récit de Pierre-Luc d'Autane montre à quel point Paul Lacour a joué un rôle essentiel dans la mise en place de Green Lotus :

> « En mars 2001 […], nous voilà tous les deux : moi j'apporte le conseil en gestion de fonds ; et Paul connaissait, lié à son papa évidemment, des gens qui ont pu nous appuyer. » (Pierre-Luc d'Autane, ex-consultant à McKinsey)

Il est utile de noter la manière dont Pierre-Luc d'Autane fait référence aux ressources relationnelles apportées par Paul Lacour, en parlant de *« son papa »*, avec une familiarité et une évidence faisant écho à l'importance et la notoriété manifestes du rôle de la famille Lacour à Genève, au-delà du seul champ financier. En effet, le père de Paul Lacour, héritier de l'entreprise familiale, avait à l'époque quitté la banque pour fonder, comme mentionné plus haut, une association de soutien aux entreprises. Cette position, à la fois dans le monde de la banque et de celui de l'entreprise, lui octroie de toute évidence des relations utiles en termes de partenaires potentiels, mais aussi des compétences à transmettre, ce que Pierre-Luc d'Autane ne manque pas de préciser :

> « Son papa était à l'époque—ben il l'est toujours—le fondateur d'[une association de soutien aux entreprises], comme tu sais. Et il nous a beaucoup encadré. Il nous a vraiment mis le pied à l'étrier, si tu veux. Donc c'est comme ça qu'on a démarré. » (Pierre-Luc d'Autane, ex-consultant à McKinsey)

Le père de Paul Lacour, par son ancrage profond dans les réseaux financiers et entrepreneuriaux genevois, a ainsi joué un rôle important dans la mise en place de Green Lotus. Mais ce sont aussi des relations directes de Paul Lacour, appartenant, elles-aussi, au noyau dur du milieu financier genevois, qui ont contribué au développement de Green Lotus, à ses débuts :

> « Et puis un an plus tard, il y a un ami de Paul qui nous a rejoint, Marius Escalié. » (Pierre-Luc d'Autane, ex-consultant à McKinsey)

Marius Escalié a suivi un parcours académique en relations internationales à Genève. Il commence à travailler pour UBS dans la gestion de fonds en Suisse et en France, il rejoint ensuite la société de conseil PwC sur des enjeux de *reporting* financier. Son parcours professionnel le place ainsi dans une

trajectoire financière classique, avant qu'il ne rejoigne les deux fondateurs de Green Lotus, Paul et Pierre-Luc d'Autane, en 2002. Il apportera son expertise dans les premiers moments de la fondation de l'entreprise, sur les dimensions administratives et techniques. Il a également assuré le développement des partenariats avec d'autres institutions financières suisses, comme il le précise dans le résumé LinkedIn de son entrée en fonction à Green Lotus :

> « Joined the two founders at inception as CFO. Set up the administrative backbone of the firm. Developed the credit risk analysis system, as well as the portfolio management and reporting systems, with external technology providers. Eventually moved into a sales support and business development function, assisting in direct sales in Switzerland with third party distribution agents, secured the relationship with Credit Suisse / AccountFin, and managed the launch of the first capital markets blended finance security with JPMorgan and the US DFC. » (Profil LinkedIn de Marius Escalié)

L'arrivée de Marius Escalié, *via* l'entremise de Paul Lacour, joue également un rôle important dans la mise en place des compétences et des réseaux qui ont soutenu l'émergence Green Lotus. De manière évidente, Paul Lacour, représente ainsi, par son statut dominant dans le champ financier genevois, un SSA possédant un important capital relationnel (Bourdieu, 1979), condition à la fois nécessaire et suffisante au succès au sein d'un champ aussi intégré que celui de la finance genevoise et du milieu des banques privées. Comme le montre Coleman (1988) avec le cas des diamantaires new-yorkais, certains espaces marchands sont construits autour d'une grande interconnaissance, sur la force de liens *forts*, et d'une importante confiance. C'est le cas du champ financier genevois—cadré par des liens familiaux centenaires—dont l'évolution ou les déstabilisations ne peuvent provenir que d'acteurs soit déjà extrêmement intégrés (Gaspard Leblanc et Paul Lacour), soit d'acteurs semi-externes mobilisant les ressources internes du champ, catalysées par l'extériorité de leur statut (Philip Schneider et Pierre-Luc d'Autane).

Si les ressources relationnelles ont joué un grand rôle dans ce processus, des ressources financières provenant de ce champ genevois ont également été déterminantes pour le succès du projet. En particulier, Lacour-Deschamps—liée à la fois à Gaspard Leblanc (qui en est employé) et à Paul Lacour (qui appartient à la grande famille qui est à sa tête)—a apporté des fonds initiaux, comme cela apparaît dans la communication officielle de la banque :

> « Lacour-Deschamps avait alors participé au lancement de ce projet pionnier, avant de développer son propre fonds d'impact. » (Site web Lacour-Deschamps)

Paul Lacour nous confirme avoir reçu cette aide initiale de la banque privée, après avoir contacté pour cela son oncle, qui était alors associé de Lacour-Deschamps ; cette aide s'élevait alors à un montant de 100 000 francs suisses.

De même, un autre grand établissement bancaire genevois, mentionné plus haut a apporté une aide initiale encore plus importante à la création de Green Lotus. Il s'agit de FAC (Flury, D'Alverny, Campoli), dont Gaspard Leblanc est aujourd'hui un associé-gérant :

> « Je pense véritablement que l'investissement de FAC dans Green Lotus au démarrage, et de Gaspard Leblanc, ont été clés. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

FAC n'est pas une banque privée, mais un *asset manager* qui a émergé dans les années 1990. Toutefois, cette entreprise jouit d'un grand ancrage dans le paysage genevois de la finance car elle a été fondée par trois associés, parmi lesquels chacun occupait un rôle central dans le champ, comme l'explique Gaspard Leblanc, qui a lui-même rejoint FAC après son passage par Lacour-Deschamps :

> « FAC a été créé il y a 25 ans, 26 maintenant, par Gérard D'Alverny qui était, on va dire, un diplomate, puis industriel, entre guillemets, parce qu'il était le président d'[une entreprise suisse dans le domaine des technologies de l'énergie et de l'automation], il était au *board*, type assez visionnaire, assez extraordinaire… [Le deuxième associé était] Alexandre Flury, qui était gérant chez Ramier à l'époque. Et puis Marc Campoli qui était chez Richard. Et puis tous les trois, tout à coup, se sont dit : 'on a envie de se mettre ensemble.' Et puis c'est comme ça que c'est arrivé. Gérard D'Alverny c'était 'transition énergétique', c'était son grand dada, son électricité… assez génial, il y a 25 ans. Aujourd'hui, on a tout une série de fonds là-dedans—qui marchent très bien. Et puis chacun a mis du sien, et moi j'ai rejoint trois ans après [notamment pour] développer ça, un peu cette ligne *asset management* et impact […]. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

Plusieurs éléments déterminants dans l'importance des réseaux genevois des banquiers privés doivent être expliqués dans cet extrait. Parmi les associés fondateurs de FAC mentionnés par Gaspard Leblanc, seul Gérard D'Alverny, le premier associé, n'est pas central dans le milieu genevois de la banque, bien qu'acteur industriel central en Suisse. En ce qui concerne le second associé, Alexandre Flury, il appartient à la famille Flury, à l'origine de la grande banque privée genevoise du même nom. La banque Flury a été créée vers la fin du XIX° siècle. Comme Lacour-Deschamps, elle dispose de la longévité, du contrôle intra-familial, et de l'éthique très spécifique qui caractérise d'ordinaire les banques privées genevoises. Alexandre Flury, héritier de cette grande famille, a suivi un parcours classique de gestionnaire de fortune au sein de l'entreprise familiale, puis rejoint Morgan Stanley à New York, avant de rentrer plus tard à Genève pour travailler au sein de Ramier & Cie[76]. La banque Ramier est elle-même une autre banque privée genevoise, de moindre envergure que celles mentionnées précédemment, qui sera absorbée, en 2002, par Lacour-

[76] Informations obtenues sur le site *web* de FAC.

Deschamps[77]. Si Alexandre Flury a choisi de créer FAC au lieu de poursuivre au sein de Flury, c'est parce que les règles de contrôle de l'institution l'en ont empêché :

> « Chez Flury, on peut pas être deux frères [à la direction]. C'est l'un ou l'autre. Pas frustré, [Alexandre Flury] s'est dit : 'je vais créer ma petite boîte'. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

Enfin, le troisième associé, Marc Campoli, commence sa carrière à l'UBP[78] (Union Bancaire Privée), et rejoint plus tard la banque Richard, mentionnée par Gaspard Leblanc dans l'extrait. Richard est, comme Lacour-Deschamps et Flury, l'une des principales banques privées du champ genevois, fondée au début du XIX° siècle, et dirigée par quatre associés-gérants.

Pour résumer, le gestionnaire d'actif FAC est fondé par trois associés, dont l'un est un acteur industriel puissant, et les deux autres des acteurs financiers solidement installés dans les réseaux de banques privées basées à Genève.

[77] Informations obtenues sur un site d'information suisse.
[78] Non anonymisé.

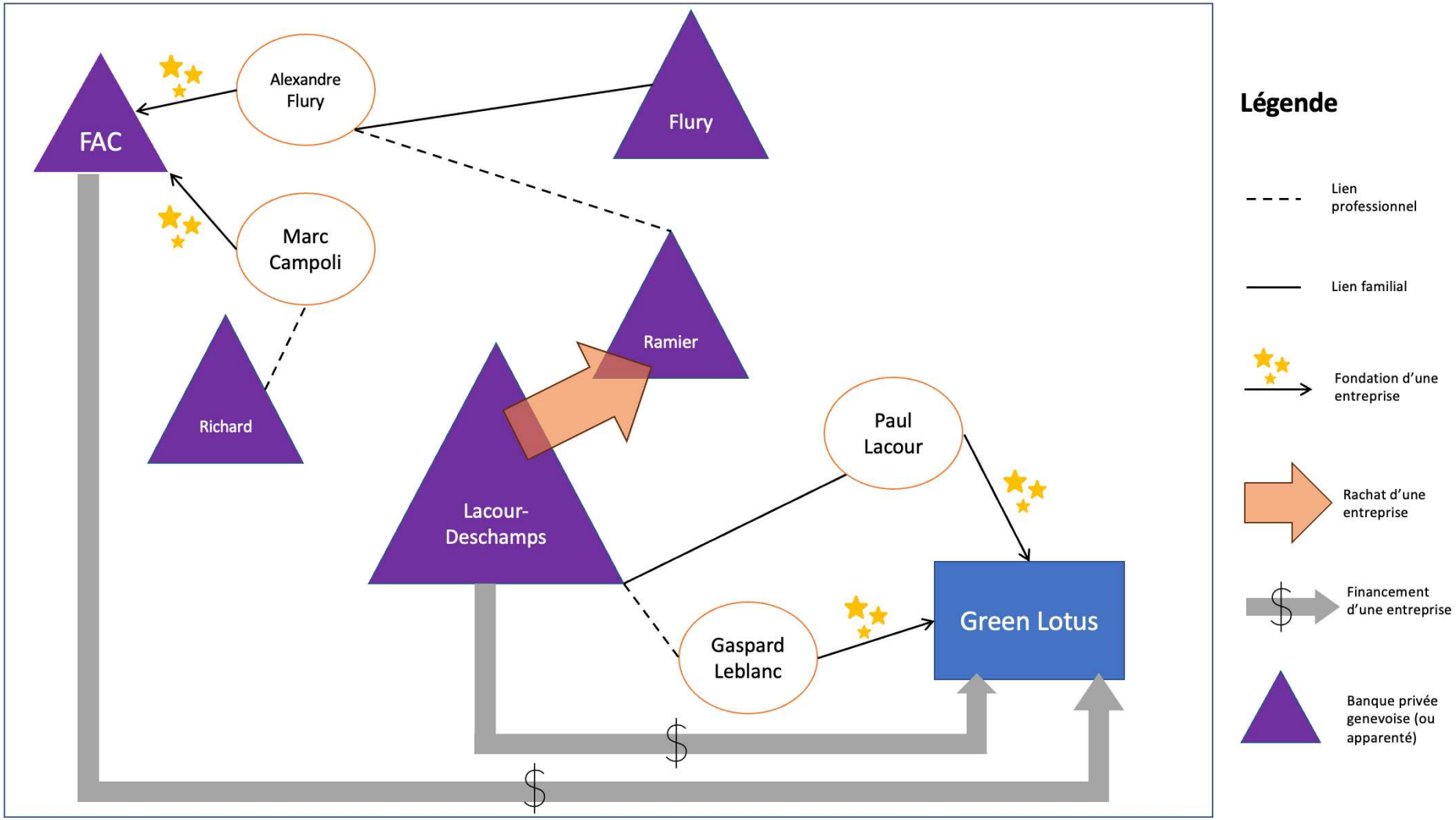


Figure 4 — Liens économiques et institutionnels de Green Lotus

Ce tour d'horizon permet ainsi de souligner que les ressources économiques qui ont permis à Green Lotus d'émerger proviennent d'acteurs et d'institutions directement ou indirectement liés aux traditionnelles banques privées genevoises, s'appuyant sur la forte densité de leurs réseaux et leur puissant ancrage dans le paysage financier de la ville. La *Fig. 4* permet alors de mettre en évidence le rôle central des banques privées genevoises, qui sont fortement liées à l'ensemble des acteurs impliqués financièrement ou relationnellement dans la mise en place de Green Lotus. Cette objectivation met en évidence la dimension cruciale des dynamiques relationnelles denses du champ financier genevois dans l'émergence de l'impact investing dans la région. Dans une étude du rôle des Médicis dans la création de l'État moderne de Florence, à la Renaissance, Padgett et Ansell (1993) mettaient en avant l'importance des réseaux d'acteurs. Ils montraient notamment le rôle de la centralité de la famille Médicis et sa capacité à nouer des alliances politiques, familiales et économiques versatiles avec des groupes d'acteurs très différents. Plus généralement, cette recherche souligne que l'émergence d'un État est fortement redevable de dynamiques relationnelles, et pas seulement de conditions historiques et sociales. Dans le cas de l'impact investing à Genève, nous observons la même importance de la centralité de certaines familles dominantes. Néanmoins, nous avons montré qu'elles s'appuient davantage sur l'internalité des relations dans la sphère financière, que sur l'extérieur de celle-ci.

Les institutions, leur ancrage et les ressources qu'elles offrent ont ainsi été déterminants dans ce processus. Toutefois, une analyse au prisme de ces institutions n'est pas suffisante. Nous verrons dans la prochaine section que ce sont les SSA associés à ces institutions qui ont porté et manipulé ces ressources pour produire le changement au sein du champ financier genevois.

Des institutions aux individus

Même si la plupart de ces individus sont des *incumbents* de la finance genevoise, en raison des institutions auxquelles ils appartiennent—en premier lieu, les banques privées—notre approche vise à montrer en quoi ces institutions en tant que telles ne sont pas les plus *actives* dans le processus. Bien qu'elles fournissent des ressources économiques, relationnelles ou symboliques, ce sont surtout les individus (SSA) qui les représentent qui ont agi, parfois sans le soutien direct desdites institutions. Ainsi, si les banques privées genevoises—et d'autres institutions comme la CNUCED—constituent, dans l'histoire que nous relatons ici, des points d'ancrages cruciaux, elles ont rarement joué un rôle direct dans la mise en place de la microfinance à Genève. Paul Lacour, en entretien, le souligne en particulier, à la fois du côté de la CNUCED…

> « Philip Schneider, […] il travaille pour une institution [la CNUCED], mais c'est pas l'institution [qui a été déterminante]. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

… et du côté des banques privées, mentionnant l'absence d'aide ou de soutien de Lacour-Deschamps après le lancement du projet :

> « Et voilà. Ensuite ils [Lacour-Deschamps] nous ont jamais aidé, jamais soutenus… Ils nous ont jamais ouvert une porte […]. À un moment donné, on était fâchés avec Credix parce que c'était tendu […]. Donc on s'est battus et puis on a proposé à Lacour-Deschamps de reprendre le fonds. Ils nous ont même pas reçus. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Il en va même à jusqu'à relativiser l'importance des fonds initiaux apportés par Lacour-Deschamps, en en les décrivant comme un simple « coup de pouce » de son oncle, autrement dit, la simple conséquence d'une relation familiale, plus qu'une aide institutionnelle :

> « Lacour-Deschamps sont venus au tout début, parce que mon oncle c'était le *senior associate* chez Lacour-Deschamps à l'époque, et puis je lui ai demandé de l'aide ; de là à dire qu'ils nous ont aidés, non. Ils ont mis un petit peu de capital et c'était absolument rien pour eux. Ils ont mis 100 000 francs[79]. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Cette relativisation du rôle de Lacour-Deschamps en tant qu'institution est aussi présente dans le discours de Gaspard Leblanc, qui estime que la banque privée a *« bêtement raté Green Lotus »* :

> « […] Je veux pas entrer dans tous les détails, [mais Lacour-Deschamps], ils ont raté Green Lotus bêtement, parce que c'était trop loin, […] et puis ça leur faisait un peu peur, pour dire vrai. […] Fondamentalement, ils ont de l'intérêt [pour la microfinance], mais les grandes boites peuvent pas aller très loin parce que, vous voyez, la microfinance à l'époque… on avait, quoi, 3 personnes, 10 millions sous gestion—en sursis parce que Credix nous disait toujours : 'il faut nous rembourser cet argent'… C'est clair qu'une banque veut pas essuyer les plâtres : elle veut voir si ça marche, et si ça marche, après ils vont s'y mettre. Voilà, chacun son rôle. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

Selon ce discours, qui peut être recoupé auprès des divers acteurs centraux dans ce processus, ce ne sont donc pas tellement les institutions qui ont initié le changement, mais les individus qui les représentent, et leurs *« réseaux »*, que nous avons, plus haut, mis en évidence :

> « Je dirais c'est plus une histoire d'hommes, au final. […] C'est vrai que c'est des hommes, qui avaient un savoir-faire, qui avaient une crédibilité, et puis qui avaient des réseaux. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Cette nuance est fondamentale pour la compréhension du rôle de l'endogénéité structurant cette émergence : la maîtrise des réseaux et des ressources internes à la finance genevoise n'est pas qu'un enjeu d'institutions. Au contraire, le caractère structurant de ces mécanismes internes se déploie à

[79] Dans les verbatims d'entretiens, les enquêtés emploient « franc » pour parler du « franc suisse ».

deux niveaux : le niveau institutionnel, mais aussi le niveau inter-individuel, investi par les SSA. Bien entendu, le niveau institutionnel reste crucial, et porte ces individus et leurs ressources, ce que reconnaît d'ailleurs Paul Lacour :

> « Je dirais que finalement, c'est des 'couches', parce que les hommes seraient pas là si y'avait pas des institutions, mais institutionnellement, les institutions ont absolument pas aidé. Et puis après c'est Pierre-Luc d'Autane et moi, quoi. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

En parlant de « couches », Paul Lacour souligne le rôle combiné et imbriqué des individus et institutions dans de processus, tout en rappelant le primat des premiers. Tout en gardant à l'esprit que ce discours minorant le rôle de Lacour-Deschamps pourrait aussi être le résultat d'un ressentiment de Paul Lacour face à une aide jugée insuffisante de sa famille[80], celui-ci nous renseigne sur la complexité des mécanismes endogènes sur lesquels nous mettons l'accent dans notre étude. De plus, cet examen plus approfondi du rapport entre institutions et individus nous permet de tirer certaines conclusions théoriques.

Tout d'abord, cette complexité confirme qu'une approche institutionnaliste (DiMaggio et Powell, 1983) doit être, dans notre cas d'étude, complétée par une analyse attentive à l'usage stratégique des ressources par les individus (SSA). Si l'angle institutionnaliste met en évidence les phénomènes d'imitation, de réplication, et de généralisation à l'œuvre entre différentes institutions, il saisit moins efficacement l'action des individus, et les conditions concrètes d'émergence des construits institutionnels, comme mentionné dans notre propos théorique. Ainsi, sans réfuter l'effet des institutions, nous proposons d'opter pour des approches plus sensibles au rôle des individus.

Dans cette perspective, la cadre de l'entrepreneuriat institutionnel offre une approche susceptible de compléter celle de Fligstein et McAdam, en replaçant le rôle des individus dans les configurations institutionnelles qui les soutiennent. Le terme « entrepreneuriat institutionnel » peut être défini comme *« l'ensemble des activités menées par des acteurs ayant un intérêt à la concrétisation de certaines configurations institutionnelles, et qui, ainsi, engagent des ressources pour créer de nouvelles institutions ou encore transformer les institutions existantes »* (Maguire, Hardy et Lawrence, 2004, p. 657, notre traduction). En d'autres termes, cette approche s'appuie sur le cadre contraignant des institutions, proposé par DiMaggio et tente d'y introduire l'explication du changement social en posant l'hypothèse de l'existence d'une agentivité chez certains acteurs, les « entrepreneurs institutionnels ». Hardy et Maguire (2017) passent en revue la littérature existante pour identifier les caractéristiques de ces

[80] Du reste, cet argument ne peut pas tout à fait être retenu dans la mesure où cette minoration du rôle des institutions en tant que telles se retrouve dans la bouche des différents acteurs interviewés.

acteurs-types. Ces caractéristiques peuvent s'incarner au sein de propriétés individuelles, leur attribuant une *« non-conformité institutionnelle »* (Lepoutre et Valente, 2012) ou encore des compétences *« réflexives »* (Beckert, 1999) leur permettant d'échapper à la force des institutions dont ils font partie. Ces caractéristiques, qui tendent vers la psychologie des acteurs et leurs fonctions cognitives, ne rendent ainsi pas véritablement compte de l'ancrage social qui leur attribue ce statut particulier de perturbateur ou d'innovateur. Elles sont ainsi complétées, au sein d'autres travaux, par leurs caractéristiques positionnelles, montrant souvent que la place qu'ils occupent dans un champ leur octroie une légitimité à l'égard de diverses parties prenantes (Maguire, Hardy et Lawrence, 2004). D'autres travaux insistent aussi sur leur contact inattendu avec des pratiques alternatives, malgré leur positionnement central (Rao, Monin et Durand, 2003). En somme, ces acteurs possèderaient à la fois une position centrale dans le champ, et, dans le même temps, des accès à d'autres espaces sociaux ou d'autres pratiques leur octroyant une incitation à l'initiation du changement social.

Si l'approche en termes de propriétés psychologiques et cognitives des acteurs nous semble trop éloignée des objectifs de notre analyse, on peut retrouver, au sein de notre cas d'étude, des caractéristiques positionnelles spécifiques chez les acteurs initiateurs de la microfinance commerciale à Genève. En effet, Philip Schneider, l'officiel de la CNUCED, combine plusieurs de ces spécificités positionnelles : il est à la fois dans la CNUCED, et en même temps en rupture avec sa hiérarchie ; il n'appartient pas à la finance genevoise, mais a appris de son côté son langage et s'est implanté dans ses réseaux. De même, Pierre-Luc d'Autane, se distingue par une maîtrise combinée des codes de la finance conventionnelle et de ceux du monde du développement. Enfin, Paul Lacour et Gaspard Leblanc ont un parcours professionnel largement infusé par la finance conventionnelle, mais disposent de formations universitaires critiques, respectivement en relations internationales et en sciences politiques. Du point de vue de l'approche en termes d'entrepreneurs institutionnels, ces acteurs disposent de plusieurs caractéristiques nécessaires pour prétendre à ce statut théorique. En plus de reconnaître le positionnement de ces acteurs au sein de leurs institutions, et les particularités que cela leur octroie, cette approche met en évidence la manière dont les dynamiques endogènes et exogènes se complètent dans les processus de changement social. En effet, la maîtrise, par ces acteurs, de ressources externes à la finance genevoise apparaît toujours comme un catalyseur du changement : comme nous l'avons montré, si ces mécaniques externes ne le *structurent* pas, elles le facilitent, car elles constituent des éléments de *perturbation* apportés au sein du champ initial, grâce à la maîtrise de ses mécanismes internes (par exemple, l'importation de la microfinance *via* la banque privée genevoise). Autrement dit, voir ces SSA

comme des entrepreneurs institutionnels nous permet d'insister sur le primat et le caractère structurant des dynamiques endogènes du changement sur lesquelles nous souhaitons insister, tout en soulignant le rôle fécond de l'impulsion permise par des éléments exogènes, liés à la multipositionnalité de ces acteurs.

4. De Green Lotus à la constitution d'un proto-champ ? Entre expansion et préservation de l'endogénéité

Au terme de ces processus d'émergence, nous observons donc un acteur central, Green Lotus, qui a réussi son implantation grâce aux rôles combinés de plusieurs *incumbents* de la finance traditionnelle genevoise. On peut donc affirmer que l'objet « microfinance commerciale » est parvenu à émerger au sein de ce champ financier genevois. Peut-on pour autant dire qu'un champ de la microfinance a également émergé ? Pour rappel, Fligstein et McAdam définissent les champs (d'action stratégique) comme suit :

> "A strategic action field is a mesolevel social order where actors (who can be individual or collective) interact with the knowledge of one another under a set of common understandings about the purposes of the field, the relationships in the field (including who has power and why), and the field's rules." (Fligstein et McAdam, 2011, p. 3)

Avec Green Lotus, nous observons bien un acteur incarnant une pratique à part entière (la microfinance) ; nous observons aussi une potentielle gamme de savoirs et de références liés à cette pratique, ainsi que des objectifs—mais nous ne voyons pas encore la dimension essentielle qui définit ce qu'est un champ, à savoir les relations entre divers acteurs (individuels et organisationnels), le partage d'un sens commun et de ces objectifs. En effet, en suivant Lounsbury, Ventresca et Hirsch (2003), nous rappelons qu'un champ n'est pas le seul résultat des interactions stratégiques des acteurs qui le composent, et que ses évolutions et stabilisations sont aussi appuyées sur des cadres d'interprétation (Goffman, 1974) qui octroient à ses occupants des conceptions similaires et des directions pour leur action (Benford et Snow, 2000). Lounsbury *et al.* montrent que cette notion de cadre est également à l'œuvre à l'échelle des champs, et qu'elle peut être utilement opérationnalisée à travers le concept de *field frame*, dont il proposent la définition suivante :

> "We offer the concept of field frame to focus attention on how broader structures of cultural meaning help to stabilize power arrangements, interaction patterns and particular arrays of practices, thus limiting the possibility for change. Unlike the notion of institutional logic, we conceptualize field frame as a component of discourse that can be altered as a direct or indirect result of political action." (Lounsbury, Ventresca et Hirsch, 2003, p. 78)

Si l'approche de Lounsbury *et al.* se concentre en particulier sur le rôle de l'action politique, le concept de *field frame* comme élément discursif de structure du sens au sein d'un champ est particulièrement adapté au cas que nous étudions ici. Voyons ainsi comment les premières années de la microfinance commerciale genevoise assistent au lent développement d'un *field frame*.

À Genève, le développement d'un marché, ou d'un espace de la microfinance n'a pas impliqué beaucoup plus d'acteurs que ceux déjà actifs dans la création de Green Lotus en 2001 et a reposé sur les mêmes réseaux d'individus et d'organisations que ceux que nous avons identifiés jusqu'ici. En effet, quatre ans après la création de Green Lotus, une nouvelle entreprise dédiée à la microfinance, Harmony, est lancée en 2005 par les mêmes acteurs, à savoir Paul Lacour et Marius Escalié[81]. Paul Lacour revient en entretien sur les débuts d'Harmony et son positionnement dans l'espace naissant de la microfinance genevoise :

> « […] Après, on a créé Harmony. [À la différence de Green Lotus], nous, Harmony, on se disait finalement : 'notre vocation, c'est plutôt d'être un *broker*. On va offrir des services à toutes sortes de d'*asset managers* ou de gestionnaires de fonds qui ont envie de créer leur fonds microfinance ; et puis on va les aider dans ce processus.' […] Donc finalement, [notre but c'était] d'être en dessous, des *brokers*, et puis de faire tout le travail opérationnel, leur trouver des projets, les investir et les suivre pour le compte de ces gestionnaires de fonds, donc ça, c'était le projet Harmony. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Le projet de la création d'Harmony répond ainsi à une diversification de l'activité en microfinance, avec un positionnement différent de celui de Green Lotus. Harmony n'émerge pas ainsi réellement comme un concurrent de Green Lotus, mais comme un acteur conduisant à étendre l'espace de la microfinance. Selon Gaspard Leblanc, Harmony s'appuie sur un *« un business model très différent »* de celui de Green Lotus, en misant sur une offre de *« services de broker »*. En d'autres termes, Green Lotus possède et gère ses propres fonds de microfinance, alors qu'Harmony a pour principale fonction de conseiller d'autres gestionnaires de fonds[82] qui souhaitent faire de la microfinance. Dans les faits, les deux entreprises s'appuient sur des compétences similaires, à savoir la recherche de projets, leur évaluation, le suivi des investissements, la mesure des résultats financiers, mais aussi des conséquences sociales de ces derniers. Cependant, l'approche d'Harmony permet aussi de construire des ponts vers d'autres organisations qui cherchent à investir en microfinance, que ce soient des banques, des *asset managers*, ou même des fondations. Par exemple, le fondateur d'une fondation neuchâteloise nous explique que Harmony a joué un rôle-clé dans la recherche de fonds sociaux pour les investissements de la fondation. De même, les rapports publics d'Harmony montrent que l'entreprise offre ses services à une multitude de clients, dépassant largement l'espace

[81] Lorenzo Corazza, ancien de Lacour-Deschamps, prend également part à la fondation d'Harmony.
[82] Ces relations peuvent consister en un simple service de conseil, ou en la prise de mandats de gestion, c'est-à-dire des contrats permettant à ces clients de confier directement la gestion de leurs avoirs à Harmony.

très restreint de la microfinance genevoise. Ainsi, bien que les documents datant de la naissance d'Harmony ne soient pas accessibles, des rapports plus récents mettent en évidence la diversité des clients de la firme, comme ce document de 2019 :

> "Harmony works with an ecosystem of multiple clients and funds, ranging from development finance institutions, global banks, asset managers and institutional investors, each managing its own investor base in given jurisdictions and market segments, including some of the following partners:
>
> › ABN AMRO
> › ASN Bank
> › Banque de Luxembourg investments
> › C-Quadrat Asset Management
> › Erste Asset Management
> › EIB: European Investment Bank
> › FMO: Entrepreneurial Development Bank
> › Fundo
> › Invethos
> › IFC: International Finance Corporation
> › LGT
> › KfW
> › Lacour-Deschamps
> › OeEB
> › Rothschild & co
> › SEB
> › UBS"

Il est intéressant de noter qu'Harmony offre ses services à de nombreuses banques de la finance traditionnelle genevoise et internationale, faisant ainsi de la microfinance une pratique moins confidentielle. Mais dans le même temps, on note aussi son implantation dans les réseaux traditionnels de la finance genevoise, avec notamment la conservation de clients comme Lacour-Deschamps, centrale dans le lancement de la microfinance au sein du champ. L'ancrage d'Harmony dans ces réseaux se retrouve aussi, comme nous l'avons vu, dans les profils des deux fondateurs de l'entreprise, mais aussi dans le profil des membres du conseil d'administration. En effet, l'une des membres de ce *board*, avec qui nous avons pu nous entretenir, nous indique que les recrutements au sein du *board* d'Harmony se font auprès des diplômés de l'IHEID de Genève, et plus particulièrement du Centre de la Finance et du Développement. L'IHEID ou « Graduate Institute Geneva », est un institut universitaire genevois renommé, spécialisé dans les études internationales et le développement. Au sein de cet institut, le Centre de la Finance et du Développement est un département consacré aux approches de finance dite durable, et sa particularité est d'avoir été fondé et financé par Stan Flury, hériter de la grande famille possédant la banque privée du même nom ainsi que la fondation, et extrêmement implanté dans les sphères politiques et culturelles de la ville :

> **Enquêteur : « Est-ce que vous pouvez m'expliquer comment vous avez été choisie pour faire partie de ce conseil, et quel est votre rôle au sein d'Harmony ? J'imagine, un rôle académique… Est-ce que vous pouvez développer ça ? »**

> Membre du *board* d'Harmony : « Donc la connexion, c'est Stan Flury, […] de la fondation Flury. Donc en fait, à l'institut, ils ont créé un *Centre of Finance and Development*, ça s'appelle. Et ça en fait, c'est payé par la fondation Flury. Et donc en 2011, ils ont ouvert trois postes, un pour un prof *full-prof*, et deux profs assistants. Et donc moi, j'ai eu un des postes de prof assistant. J'ai commencé ici en 2012. Et Stan Flury est aussi dans le *board* d'Harmony, et avant moi, c'était […] aussi un professeur. Il est parti et ils ont dit : 'bon, ce serait bien d'avoir toujours un académique qui travaille sur la microfinance et tout ça'. Et donc Stan Flury m'a proposé, et ça c'est la manière [dont] je suis arrivée là. En fait, tous les directeurs d'Harmony, dont les deux fondateurs, ont étudié à l'institut. Donc ils ont toujours, eux, le lien avec l'institut. Stan Flury a le lien avec l'institut et donc c'est comme ça qu'ils m'ont demandé d'être sur le *board*. »

Ainsi, Harmony, par l'intermédiaire de cette chaire financée par Flury, est en mesure de recruter des acteurs du monde académique qui restent extrêmement liés aux réseaux de la banque privée genevoise[83].

En somme, ces premiers moments de l'évolution de la microfinance à Genève donnent ainsi à voir un développement très concentré autours de deux organisations : Green Lotus, puis Harmony. Si celles-ci diffèrent par leur statut et leur *business model,* leur implantation reste très nettement focalisée sur les réseaux traditionnels de la finance—et en particulier de la banque privée—genevoise, autour d'acteurs comme Paul Lacour, les Flury, et Marius Escalié. Ainsi, malgré des dynamiques de recrutement externe, ou d'élargissement de la clientèle comme nous l'avons vu avec Harmony, la microfinance reste, à ses débuts à Genève, une pratique définie et cadrée par des mécanismes endogènes au champ financier, que ce soit par le statut des acteurs qui la rendent possible, la financent, et aussi les institutions qui l'accueillent (organisations liées aux banques privées de la ville). De plus, malgré la création d'Harmony et son rôle dans le développement de l'activité auprès d'autres types d'acteurs, la microfinance reste très concentrée autour de ces deux uniques organisations, ce qui ne permet pas tout à fait de postuler l'existence, à ce stade, d'un champ de la microfinance. Au mieux, on peut parler d'un champ en gestation, d'un proto-champ, ou d'un « champ émergent » au sens de Fligstein et McAdam (2011) où certes, un ensemble d'acteurs s'organisent autour d'une pratique commune, mais au sein d'un espace de taille encore très réduite, et profondément homogène. Ce champ émergent se constitue ainsi sur la base d'un *field frame* orienté vers une définition assez univoque de la microfinance, consistant à offrir des services financiers à des individus ou organisations dans des pays défavorisés. Ce *field frame* est garanti et stabilisé par des acteurs relativement homogènes, concentrés au sein de deux principales organisations, elles-mêmes connectées aux mêmes types d'acteurs—notamment issus des réseaux traditionnels de la finance genevoise. Nous verrons plus loin comment la mutation de la

[83] Rappelons en effet le rôle crucial de Flury dans la fondation de Green Lotus, que ce soit par l'intermédiaire de Alexandre Flury, de la banque Flury, ou de l'*asset manager* FAC qui avait apporté une grande partie des fonds initiaux du projet (*cf. Fig. 4*).

microfinance vers l'impact investing permettra l'élargissement de l'espace et la constitution d'un champ, *via* des évolutions de ce *field frame*.

iii. Bilan de l'implantation de la microfinance commerciale à Genève : une émergence menée par les *incumbents*

Au terme de l'analyse de ce processus d'implantation et de développement de la microfinance à Genève, la principale conclusion que l'on peut en tirer est le rôle structurant des mécanismes endogènes genevois—et en particulier de la finance traditionnelle genevoise—à l'œuvre. En effet, quelques SSA solidement ancrés dans les réseaux de banques privées genevoises ont posé les bases de l'adoption genevoise de cette nouvelle pratique, faisant émerger, au sein de la finance genevoise, un nouvel espace, celui de la microfinance. Paul Lacour, dans un extrait d'entretien, résume l'importance des dynamiques relationnelles et de la dimension intégrée du champ financier genevois dans ces émergences, notamment avec la création de Green Lotus et Harmony :

> « Sans quelques personnes, il se passe rien […]. Et définitivement, le réseau genevois, le fait que le microcosme bancaire soit tellement… je dirais important, et puis à la fois tellement petit—les cercles sont tout, tout petits, quoi. Et puis des fois, on se demande même… moi je sais pas, j'étais invité à un espèce de cocktail cet été, et puis un monsieur que je connais ni d'Eve ni d'Adam, quoi, je l'ai eu croisé une fois ou l'autre. Il vient vers moi, et il fait : 'Ah, Paul, alors vous êtes rentré en Suisse ? Puis, je me suis dit, 'non mais attends', […] quoi c'est juste pas possible, quoi. En plus, il doit avoir 25 ans de plus que moi, y'a aucune raison, mais c'est vraiment un tout petit microcosme, quoi. Donc définitivement, ça a de l'importance… Ce qu'on mentionnait aussi, le fait que de D'Alverny à l'époque ait décidé d'investir chez Green Lotus a certainement influencé aussi mon oncle qui voulait pas quand même perdre une opportunité aussi. Donc c'est aussi des copinages, des jalousies […] De nouveau, moi je pense que c'est le petit microcosme genevois qui a fait que la crème prenne, et puis […] moi je me rappelle parce que, c'était un gag, mais moi je disais tout le temps 'Green Lotus, on l'a fait avec Lacour, Harmony, on les a faits avec Flury, parce qu'il y avait Stan Flury qui était dans le coup'. Et puis de nouveau, lui, il était pas venu parce qu'il était de *genuinely interested*, il était un peu probablement jaloux, ça le titillait, il s'est dit : 'c'est cool, je fais ça avec un Lacour et un Escalié, ça me fait marrer quoi'. De nouveau, ça les intéresse, ça les titille. De là à ce qu'ils risquent quelque chose de conséquent, non, mais de nouveau c'est clair que […] l'écosystème est tellement petit que c'est l'opportunité, j'imagine, de Genève. C'est quand même une ville […] de 250 000 habitants : c'est un bled quoi ! Et puis, c'est un bled qui gère 40 % des avoirs privés au monde, voilà. Donc forcément, ça fonctionne comme un réseau de village. Et ça, c'est peut-être même plus ça que l'esprit de Genève. Bon, c'est un peu triste, c'est moins beau. *(Rire)* » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Cette citation met bien en évidence l'enjeu des relations interindividuelles, de la petite taille du champ traditionnel genevois, et du rôle moteur de ses *incumbents*. Il reflète aussi la dimension quasi-aristocratique du milieu des banques privées—que nous évoquions dans la première partie du chapitre—, en particulier *via* les alliances inter-familiales, permettant l'émergence d'un espace de la microfinance au sein même de ce champ financier genevois. Ce nouvel espace, nous choisissons de le qualifier de « champ émergent », en reprenant la définition de Fligstein et McAdam :

> "An emerging field is an arena occupied by two or more actors whose oriented to each other, but where agreement over the basic conditions of the SAF [strategic action field] has yet to emerge. One can conceive of

> emerging fields as a social space where rules do not yet exist, but where actors, by virtue of emerging, dependent interests, are being forced increasingly to take one another into account in their actions." (Fligstein et McAdam, 2011, p. 11)

En effet, bien que la microfinance à Genève ne soit pas, à ce stade—c'est-à-dire à la fin des années 2000—une pratique réunissant de nombreux acteurs autour d'objectifs communs conduisant à des interactions structurant les règles du champ, elle ne constitue pas moins un espace réunissant quelques acteurs individuels et organisationnels, agissant indirectement ou directement de concert, et partageant des conceptions similaires et un *field frame* dans leur pratique de la finance[84]. Comme nous l'avons vu, ces proximités et similarités sont notamment dues au fort degré d'endogénéité de l'espace. Dans leur modélisation de l'apparition de champs émergents, Fligstein et McAdam (2011) affirment 1) que la création de nouveaux champs sont généralement portés par des SSA, 2) que ces champs émergent souvent à la proximité d'autres champs déjà structurés, 3) que ces nouvelles émergences peuvent résulter d'un choc exogène, conduisant des acteurs extérieurs, *challengers*, à déstabiliser les champs existants lors de périodes de *« crise »*, alors que les acteurs *incumbents* cherchent à préserver leur position, et par là même, le *status quo*. Les deux premières conditions sont vérifiées dans notre cas, puisque nous avons montré le rôle pivot des SSA, tout en insistant sur l'importance de leur rôle avec le champ déjà très structuré et intégré de la finance genevoise. En revanche, la troisième condition est beaucoup moins évidente : nous verrons que des chocs exogènes jouent un rôle dans le développement de l'impact investing à Genève ; en revanche, ce n'est pas le cas pour l'apparition de la microfinance. Certes, des éléments exogènes viennent favoriser certains changements, comme nous l'avons montré, mais pas au point de causer des crises ou de déstabiliser le champ financier traditionnel par leur extériorité. Au contraire, les pratiques, et concepts importés de l'extérieur du champ financier genevois sont soigneusement réintégrés à ce dernier, sans volonté de le déstabiliser ou de le remettre en question. De même, l'attribution d'un rôle déstabilisateur aux *challengers* et conservateur aux *incumbents* ne rend pas compte des mécanismes que nous avons mis en évidence ici. En effet, ces derniers s'appuient essentiellement sur le rôle pivot des *incumbents* de la finance traditionnelle genevoise, ou d'acteurs externes entretenant des liens forts avec ces derniers. Enfin, Fligstein et McAdam considèrent essentiellement le changement social à travers des épisodes de crises ; or, dans notre cas, l'émergence de la microfinance ne cherche pas à mettre en péril le champ de la finance traditionnelle genevoise, qui reste le substrat de ce champ émergent. Cette troisième condition pour l'apparition d'un champ émergent s'appuie sur la proposition théorique n°15 de la théorie des SAF de Fligstein et McAdam :

[84] Elle est également en plein essor au niveau mondial, sur le plan quantitatif, comme le montrent les chiffres fournis par Mader (2015, p. 57), *cf. supra*.

> "Proposition 15. Incumbent socially skilled actors will defend the status quo. It follows that if a new frame emerges, it will come from an invader or challenger groups. They will attempt to create new rules and a new order and therefore either will build a new political coalition based on interest or create a new cultural frame that reorganizes interests and identities." (Fligstein et McAdam, 2011, p. 18)

Bien entendu, il est nécessaire de faire la différence entre la redéfinition fondamentale des pratiques et structures d'un champ, et l'introduction d'une nouvelle pratique qui ne concurrence pas ces dernières. Dans le cas de la microfinance, l'introduction de cette pratique a davantage lieu sur le mode de l'innovation et de la diversification, que sur celui de la déstabilisation ou de l'affrontement du *field frame* de la finance traditionnelle. Ainsi, sans être surpris de cet éloignement de la proposition théorique de Fligstein et McAdam, comment comprendre que des acteurs installés, dominants, et centraux de la finance genevoise parviennent à y développer une autre approche très différente de ce qui est ordinairement pratiqué dans le champ ? Comment comprendre leur intérêt pour cette diversification ? Et comment expliquer que la catégorie initialement externe de la microfinance[85] soit autant investie par des acteurs ultra-internes ? Nous identifions deux principaux mécanismes expliquant ce changement social mené par des acteurs internes, plutôt que par des *challengers*.

1. Gommer son extériorité

Pour comprendre qu'une catégorie externe—la microfinance—soit autant portée par des acteurs endogènes au champ de la finance, il faut prendre au sérieux le rôle de Philip Schneider, l'officiel de la CNUCED qui a apporté à Genève l'idée de la microfinance commerciale et que Gaspard Leblanc qualifie d' *« étincelle »*, aussi bien liée à la création de Green Lotus, que d'Harmony. Pour rappel, Philip Schneider a monté un projet visant à collecter des données sur la microfinance commerciale pour convaincre, finalement avec succès, des banques—notamment privées—d'ouvrir des fonds en suivant ce modèle. Une approche néo-institutionnaliste verrait dans Philip Schneider le parfait archétype de l'entrepreneur institutionnel. Il est vrai qu'il remplit un certain nombre de prérequis pour prétendre à ce statut, notamment la capacité à transformer des ressources et à les mobiliser à la frontière de plusieurs espaces (développement, banque), et à jouer sur un statut de marginal-sécant (Crozier et Friedberg, 2014) pour occuper des espaces intermédiaires propices à l'introduction d'une nouvelle pratique. Ce positionnement intermédiaire, avec des liens entre plusieurs champs, lui permet d'insuffler des changements en convaincant des acteurs financiers d' adopter des pratiques initialement extérieures à la finance—et à ce titre, il peut aussi être vu comme un *broker* d'opinion (Burt, 1999). Toutefois, ces approches, en mettant l'accent sur le statut intermédiaire de Philip Schneider, doivent être complétées par une attention

[85] Il s'agit, en premier lieu, d'une catégorie issue du monde du développement (*cf.* section sur la microfinance).

particulière à son ancrage dans les réseaux de la finance traditionnelle genevoise, et sa désaffiliation de son organisme d'origine, la CNUCED.

En effet, nous avons vu plus haut à quel point ce projet était déconnecté de ses missions à la CNUCED. Il ne bénéficiait ni du soutien de ses collègues, ni de sa hiérarchie et a seulement été autorisé à mener ce projet car son supérieur ne souhaitait plus alors collaborer avec lui. Selon ses dires, l'ensemble de son action est même déconnectée des fonctionnements habituels de la CNUCED, le rendant *« incompris »* au sein de l'institution, et, s'excluant lui-même de cette *« façon de penser onusienne »* :

> « Je n'ai jamais expliqué l'idée [de la microfinance commerciale] à qui que ce soit au sein de la CNUCED, sauf à mon chef avec qui j'étais en délicatesse […] et qui avait le poids suffisant à l'époque pour me laisser travailler là-dedans et me laisser créer une unité de microfinance. Mais personne—j'ai essayé d'expliquer—mais personne, à part lui et une autre qui s'y intéressait petit à petit, enfin comme ça, mais personne d'autre ne pouvait comprendre cette idée-là. […] Et même aujourd'hui, ils la comprendraient pas. C'est trop loin de la façon de penser 'publique', enfin, onusienne. […] Et les gens ne me comprenaient pas du tout. Parce qu'ils disaient 'mais quel est le rôle de la CNUCED ?'. Parce que le fait que, c'est un rôle sacrifié si vous voulez, parce qu'on crée quelque chose et ensuite on va le donner à l'extérieur. 'Et le fonds ne va pas être géré par la CNUCED ?' 'Non.' 'C'est pas nous qui allons gérer le fonds ?' 'Non on n'a pas le contrôle.' 'Mais à quoi on sert ?' Le rôle catalytique, c'est pas du tout quelque chose que vous pouvez comprendre [à la CNUCED]. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

Il nous paraît alors utile de questionner le statut de Philip Schneider : dans ce processus, il agit moins comme un acteur extérieur, mais plutôt comme un individu déjà déconnecté de son institution initiale. Son extériorité initiale n'est pas mise en avant—même si elle joue un rôle catalyseur dans les initiatives de Philip Schneider (c'est par son appartenance à la CNUCED qu'il en vient à s'intéresser à la microfinance). Rappelons à ce titre que Gaspard Leblanc et Paul Lacour n'ont cessé de relativiser le rôle de la CNUCED, en tant qu'institution, dans ce processus, montrant que cette étiquette n'a pas été déterminante—ou du moins, pas persistante—dans leur appréciation de Philip Schneider. À ce titre, il est utile d'observer la manière dont Paul Lacour tend à séparer symboliquement Philip Schneider de son institution et de son statut officiel de *« fonctionnaire »*[86] :

> « Pour moi c'est Philip Schneider, de la CNUCED [qui a été clé]. Donc c'est pas 'la CNUCED'… La CNUCED, c'est un monstre sans queue ni tête. Personne sait ce que ça fait, personne sait à quoi ça sert : y'a des fonctionnaires, mais qui sont tous, individuellement, des gens géniaux, quoi. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

De la même manière, Philip Schneider minore le rôle des organisations internationales, mettant davantage l'accent sur l'importance de ses rencontres avec des *« personnes formidables »* :

[86] Ce détachement n'est bien entendu pas neutre sur le plan normatif car le discours de Paul Lacour (comme celui de Gaspard Leblanc) exprime une aversion pour la CNUCED en tant qu'institution complexe, et pour les fonctionnaires.

> « Je sais pas quelle histoire il faut écrire, parce que je pense que l'histoire que les gens ont envie d'entendre, si on a envie d'avoir confiance dans la matière, c'est de dire […] qu'effectivement que les organisations internationales se sont penchées gravement sur la question, [et ont agi]. […] Oui, c'est pour ça que j'insistais avec mon histoire, sur le fait que les gens un peu à la marge [ont été importants]. […] Il fallait, à ce moment-là, être inconscient comme moi, que ça n'existait pas encore et que ça pourra se faire, avoir l'enthousiasme, si vous voulez, de la jeunesse et de l'ignorance. […] Et puis penser que tout était possible, et c'est une question de personnes : ils avaient des relations. » (Philip Schneider, ex-coordinateur à la CNUCED)

Cette lecture très individualisante partagée par ces différents acteurs nous renseigne sur le poids modéré des institutions, mais nous amène aussi à souligner le rôle des relations internes au champ de la finance genevoise dans la mise en place du projet, comme nous l'avons vu plus haut avec la remarquable intégration de Philip Schneider dans ces réseaux. Ce dernier apparaît donc comme un acteur externe qui est parvenu à gommer cette externalité et à construire une appartenance aux cercles des acteurs dominants de la finance genevoise, au lieu de jouer sur sa position intermédiaire ou sur ses compétences externes—à l'instar du marginal-sécant, entrepreneur institutionnel, ou *broker* d'opinion. Ces observations permettent d'expliquer pourquoi le changement s'opère en douceur et sans susciter de crise : si des acteurs parviennent à le faire advenir en jouant sur des logiques endogènes et sans recherche d'affrontement entre extérieur et intérieur, il n'est plus nécessaire de postuler la nécessité d'une confrontation, ou d'une mise en péril des acteurs installés. Les *incumbents* comprennent qu'ils ne sont pas menacés par ce changement et n'ont pas besoin d'adopter de stratégies de préservation du *status quo*, d'autant plus qu'ils jouent, eux-mêmes, un rôle moteur dans ledit changement, et le cadrent selon *leurs* termes.

2. Les mécanismes de « tuilage »

Il reste cependant à répondre à une autre question que nous avions soulevée, à savoir : comment comprendre que des acteurs centraux de la finance genevoise parviennent à y développer une approche différente de celle qui est ordinairement pratiquée dans le champ ? Pour expliquer ce phénomène, nous proposons d'identifier des mécanismes que nous appellerons « tuilage ». Par ce terme, nous faisons référence à des mécanismes de « chevauchement » qui permettent à une pratique ou une idée externe émergeant et s'implantant au sein d'un champ *via* ses canaux internes, de s'y intégrer de manière fluide. Ce concept permet ainsi de comprendre le succès de ces changements, ainsi que l'intérêt que les acteurs *incumbents* à la finance de la ville y trouvent. Ce tuilage s'effectue à deux niveaux, que nous décrivons ci-dessous.

Un tuilage au niveau des organisations

Au niveau des organisations, nous remarquons que les banques privées actives dans cette émergence genevoise de la microfinance commerciale disposent d'un *background* facilitant cette dernière et la justifiant *a posteriori*. Au cours des entretiens réalisés avec les SSA actifs dans cette implantation de la microfinance, nous avons relevé à plusieurs reprises l'emploi de discours sur une supposée continuité entre la tradition initiale de ces banques privées, et la question de la finance durable, notamment l'impact investing. Gaspard Leblanc, proche de la famille Lacour-Deschamps et, à l'époque, employé de la banque familiale, souligne ainsi l'engagement moral de certains des héritiers Lacour et de leur perception *« éthique »* de l'argent et des activités financières :

> « […] Arnaud Lacour, qui était associé de Lacour-Deschamps, qui était le vrai héritier à vrai dire, de Lacour-Deschamps, […] il a écrit un livre sur l'éthique et la finance, c'était il y a très longtemps […]. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

Le livre mentionné par Gaspard Leblanc est un texte écrit par Arnaud Lacour et un théologien. Les deux auteurs, protestants, et y font part de leurs réflexions sur la finance et la morale protestante. Cette dimension religieuse est ainsi centrale dans le cadrage revendiqué de la finance dite éthique au sein de la finance traditionnelle genevoise, et en particulier les banques privées, dont les familles gérantes sont quasi-systématiquement issues d'une tradition protestante—c'est le cas de Lacour-Deschamps :

> « Donc il y a une vraie dimension protestante, [il faut mettre le livre dans son contexte]. C'est un contexte culturel, sociologique, on va dire, de ces vieilles familles genevoises protestantes qui ont cette éthique de l'argent. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

Gaspard Leblanc semble ainsi attribuer à Genève et ses banques privées une particularité liée à un contexte historico-religieux, notamment le calvinisme et son impact sur une dimension supposément éthique ou morale de la finance. Cette idée est également partagée par Paul Lacour :

> « Il doit y avoir quelque chose [de spécifique à Genève], parce que c'est pas à Kuala Lumpur, ni Londres, ni Paris ; c'est Genève. Moi, je pense qu'il y a quelque chose de culturel, de protestant. Les deux pays qui sont les plus forts en microfinance, c'est la Hollande et la Suisse, qui étaient deux pays dont l'aide au développement était très active en microfinance… […] Mais disons que je pense qu'il y a quelque chose, là. C'est-à-dire qu'il y a quelque chose de protestant qui est définitivement pas français, pas espagnol, pas très anglais—les Anglais faisaient très mal tout ce qui était les projets de microfinance—c'est vraiment la Hollande et la Suisse. Là, je pense qu'il y a quelque chose. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Cette supposée particularité du protestantisme s'appuie sur une certaine réalité historique. En effet, divers travaux d'histoire économique (e.g., Bethlen, 2018) mettent en évidence le rôle du calvinisme

dans le développement d'une éthique financière, notamment à Genève. Ils montrent notamment comment Calvin a apporté dans la ville l'idée d'une aide aux démunis basée sur le prêt à intérêt, plutôt que sur la charité, contribuant ainsi à la dimension sociale des activités financières. Bien que la reprise de ces narratifs par nos enquêtés ne permette pas de prouver leur rôle réel dans les mécanismes d'émergence étudiés[87], ils donnent à voir un mécanisme de tuilage. Celui-ci fonctionne sur un modèle qui n'est pas sans lien avec celui du *frame-bridging* (Snow et al., 1986), c'est-à-dire l'alignement de cadres idéologiques entre différentes organisations. Le processus que nous nommons ici « tuilage » n'a cependant pas pour but d'aligner des idéologies, mais fonctionne davantage comme un cadre de justification *a posteriori* d'une évolution du champ. Il a l'avantage de créer une continuité discursive—réelle ou factice—entre les logiques internes du champ et l'implantation d'un objet originellement exogène au sein de ce dernier, *via* ses canaux endogènes. Elle permet ainsi l'atténuation des potentielles discontinuités et/ou déstabilisations identifiées par Fligstein et McAdam, et offre des explications *ex-ante* rationalisant ces évolutions.

Au-delà de leur ancrage protestant, les banques privées genevoises qui furent actives dans l'émergence de la microfinance commerciale s'appuient aussi sur un tuilage lié à leurs caractéristiques distinctives. Nous avions montré dans la première partie de ce chapitre que ces dernières incluaient notamment la longévité des grandes familles à leur tête, la relation de proximité avec leurs clients. Aujourd'hui, Lacour-Deschamps entreprend un processus de tuilage jouant sur cette question de la longévité et du rapport aux clients. Autrement dit, la banque s'appuie sur son mandat (Hughes, 1996) initial et le connecte aux notions de la finance durable. Par exemple, sur son site web, la banque combine la notion de la durabilité de l'institution, (*i.e.*, la longévité de son histoire) avec l'idée d' « investissement durable », faisant ainsi référence à la finance soutenable et utilisant à son avantage la polysémie du terme :

> "Our mission is to be the private bankers of reference for entrepreneurs and their families. Not just today, but for the long-term. Generation after generation. We aspire to be an innovative bank of choice for private and institutional clients seeking a tailored, sustainable approach to wealth and asset management. By creating **sustainable value for our clients** through innovative investment solutions, our vision is to become the leading independent firm for **sustainable investing**. Founded in 1796, we have grown stronger through 40 financial crises, not by standing still and waiting for them to pass, but re-evaluating. We constantly rethink the world around us to provide a different investment perspective for our clients." (Site web de Lacour-Deschamps, emphase ajoutée par l'auteur)

En entretien, la responsable du département de durabilité de la banque privée tient un discours qui s'inscrit aussi dans ce narratif, et revendique un rôle de *« leader dans la finance durable »* à Genève,

[87] Ces narratifs ne sont d'ailleurs pas utilisés sur un mode causal ou explicatif au sens fort, mais davantage sur celui de l'intuition, les acteurs parlant en effet d'un *« quelque chose »*, d'un *« esprit de Genève »*.

mentionnant justement cet ancrage de long terme dans l'idée d'une finance *« au service de la société »,* tout en s'appuyant sur le rôle de Lacour-Deschamps dans la création de Green Lotus :

> « Donc [la finance durable], c'est quelque chose dans lequel on a toujours été investis, et puis, je dirais, [qui a] émaillé [toute] notre histoire, […] on a participé à la création de Green Lotus en 2001, donc il y a quand même eu toujours une partie de la société qui a été investie dans—on parlait pas d'impact à l'époque—mais dans des idées [selon lesquelles] la finance devait aussi se mettre au service de la société et probablement plus, pour le coup, de la société avec un rapport philanthropique, avec un rapport plus philanthropique qu'environnemental—l'environnement c'est un peu plus récent mais ça reste quelque chose qui est coexistant avec la société. » (Odile Varga, Responsible for Sustainability Integration, Lacour-Deschamps)

De même, une ancienne employée de Lacour-Deschamps, aujourd'hui active dans la promotion de la finance durable à Genève, nourrit à son tour ce supposé rôle des banques privées, en ce qui concerne la vision de *« long terme »* et la question des *« valeurs de Genève »*, c'est-à-dire, en creux, l'idée d'un pont entre finance et développement, préoccupations sociales, et organisations internationales :

> « Je pense que les banques privées genevoises, peut-être que la vision long terme [ont joué un rôle important]. En tout cas, je me souviens que c'était très porté par Michel Lacour et Edouard Deschamps, il y avait effectivement une sensibilité de pérenniser et de dire : 'on doit quand même défendre les valeurs de Genève'. Donc beaucoup de ces banquiers étaient très engagés avec les Nations Unies. » (Kristina von Braun, ex-employée de Lacour-Deschamps)

On observe ainsi un mécanisme de tuilage à l'œuvre au niveau des organisations, permettant à ces dernières de lier leur ancrage dans le champ traditionnel de la finance genevoise au développement de la microfinance commerciale.

Un tuilage au niveau individuel

L'autre processus de tuilage que nous identifions concerne les individus qui ont été actifs dans le processus d'implantation de la microfinance. Nous prendrons ici l'exemple de Paul Lacour. En effet, en tant qu'héritier de la famille Lacour (famille à la tête de la banque privée Lacour-Deschamps), Paul est un acteur dominant du champ de la finance traditionnelle genevoise. Ce cas nous permet alors de questionner les mécanismes lui permettant de tuiler ce statut très traditionnel avec son rôle de leader dans l'évolution de ce même champ *via* l'adoption d'une catégorie initialement extérieure : la microfinance.

Comme nous l'avons observé plus haut, les paroles de Paul traduisent une certaine prise de distance à l'égard de la grande famille dont il fait partie. Bien qu'il reconnaisse volontiers l'avantage que lui ont procuré ces réseaux et ces ressources, il tend à minimiser leur rôle, par exemple lorsqu'il estime que l'apport initial de Lacour-Deschamps pour la création de Green Lotus ne représente *« rien, pour*

[Lacour-Deschamps] ». Nous identifions, à l'intérieur de ces discours, un nouveau mécanisme de tuilage permettant à Paul de se distancier symboliquement de son statut dominant dans la finance traditionnelle, ou *a minima* de créer une continuité entre ce statut et son rôle leader dans le changement apporté au sein du champ :

> « […] Au fond, si vous voulez, du point de vue 'parcours' [m'impliquer dans ces projets], ça me permettait de… d'humaniser l'idée de la banque, donc de me la réapproprier en tant qu'un héritage qui était le mien, et de me le réapproprier à ma sauce. Ça, je pense c'est c'était un point important, et puis… l'international quoi, qui m'avait toujours intéressé, finalement un univers de projet, développement qui avait l'opportunité de devenir pérenne, de devenir durable [en entrant] dans le monde économique, ça c'était aussi l'idée que j'ai adorée, au début, à tous les niveaux : au niveau du financement, au niveau des projets, de ces ONG qui avaient l'opportunité de se transformer finalement en sociétés, […] en sociétés financières et en banques. Et puis au niveau des bénéficiaires de ces projets de développement qui étaient perçus comme était des bénéficiaires, quand nous, on est arrivés en microfinance et qui du coup grâce à la microfinance devenaient—plus des bénéficiaires, mais—des clients, et entraient aussi ou sortaient d'un cycle de dépendance et entraient dans un cycle d'indépendance. J'ai adoré, quoi. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Cet extrait d'entretien met en évidence différents mécanismes sur lesquels le tuilage s'appuie. Premièrement, Paul prend appui et reconnaît son *« héritage »*, sans le rejeter, mais en affirmant se le *« réapproprier ».* Deuxièmement, cette réappropriation fait appel à des ressources extérieures au champ dont il est originaire ; Paul mentionne alors d'autres parties de son parcours : l'univers du développement, des organisations internationales, et des ONG. Troisièmement, il tuile ces deux univers en présentant sous un jour vertueux leur interpénétration, transformant les *« bénéficiaires »* en *« clients »*, les *« ONG »* en *« banques »*, la *« dépendance »* en *« interdépendance »*, utilisant ainsi les narratifs proches de ceux de la finance calviniste que nous mentionnions plus haut.

Bien loin de l'archétype du transfuge, Paul Lacour parvient au contraire à embrasser l'appartenance au milieu dont il provient, tout en tuilant ses ressources initiales avec un objet extérieur, la microfinance. Il s'approprie ainsi un objet exogène et des logiques externes au monde de la finance, puis les interprète dans une continuité vis-à-vis de son identité et héritage familiaux et du monde de la finance traditionnelle genevoise et des banques privées. C'est ce que nous nommons un « tuilage » individuel : la mise en continuité d'éléments externes et d'une identité individuelle, permettant une intégration aisée et sans accroc de ces nouveaux éléments, à un parcours, des valeurs, un espace social.

Nous avons donc montré, en nous appuyant sur la théorie des champs d'actions stratégiques de Fligstein et McAdam que le changement et l'évolution au sein d'un champ peuvent être conduits principalement par l'action de SSA ayant un statut d'*incumbent* au sein de ce champ (et de SSA qui gomment leur extériorité). Ces derniers rapatrient un objet catalyseur appartenant initialement à un

autre espace. Ce changement a lieu sans disruption majeure du champ original et sans discontinuité, car ce dernier n'est pas menacé par ces évolutions, et car celles-ci s'accompagnent de la mise en œuvre de processus de tuilage aux échelles organisationnelle et individuelle. Nous suggérons ainsi que le cas mis en évidence avec l'implantation genevoise de la microfinance commerciale au sein du champ de la finance de la ville permet d'observer le modèle de changement social proposé par Fligstein et McAdam à partir d'une situation différente, offrant des conditions sous lesquelles le changement peut être initié par des acteurs *incumbents* grâce à ces processus de tuilage.

Maintenant que nous avons mis au jour les conditions d'émergence de la microfinance commerciale genevoise, il nous faut expliquer comment ce champ émergent, qui est un sous-champ de la finance traditionnelle de la ville, transitionne vers un champ à part entière, celui de l'impact investing genevois.

III. L'émergence d'un champ de l'impact investing à Genève

a. De la microfinance à l'impact investing

Dans les précédentes sections, nous avons montré que la microfinance commerciale s'est implantée à Genève à la faveur des mécanismes endogènes du champ financier déjà existant, catalysés par l'intervention d'éléments exogènes, en l'occurrence, des personnes ou événements en lien avec la microfinance. Nous verrons ici en quoi les caractéristiques internes de cette émergence affectent l'évolution du *field frame* « microfinance » commerciale à Genève et sa transition vers la catégorie « impact investing ». Nous montrerons notamment que l'inscription de la microfinance commerciale genevoise dans les logiques et institutions financières en font avant tout une catégorie commerciale—et non un label régulé—qui se prête aisément à des logiques de relabellisation et d'innovation marketing permettant de jouer sur une différenciation stratégique (Dubuisson-Quellier, 2013). Ces mécaniques favorisent ainsi sa transition vers une nouvelle catégorie, celle de l'impact investing, et permettent une mutation et extension du *frame* du champ initial de la microfinance, vers un champ plus large autour de cette catégorie d' « impact ». Mais avant de montrer comment ces logiques commerciales conduisent à cette transition, nous verrons que celles-ci s'appuient sur plusieurs chocs exogènes, jouant un rôle pleinement catalyseur, qui viennent déstabiliser la catégorie « microfinance » et inciter ses promoteurs à repenser le label et les pratiques associées.

i. Les crises de légitimité de la (micro)finance

La fin des années 2000 a été émaillée par plusieurs événements et crises de légitimité affectant négativement la finance, et en l'occurrence, la microfinance.

La crise financière de 2008 et la nécessité de « s'adapter »

C'est avant tout la crise de 2008 qui est mobilisée dans les discours des acteurs pour justifier, à Genève, les évolutions de la finance dite durable[88]. Ce narratif est très présent dans les discours officiels, par exemple dans ce document de communication de SFG[89] (Sustainable Finance Geneva), une association de financiers genevois pour la promotion de la finance durable :

> "Stemming from a centuries-old tradition dating back to the Middle Ages, when Geneva was one of the main fair cities in Europe, the Geneva financial center has developed to the point of playing a leading role at the global level. After the major crisis of 2008, a number of reforms were put in place, in order to improve the functioning and integritý of the international financial system. The financial center must therefore face these new challenges, which involve a fundamental change in its business model. However, we must not forget that if our financial center is today considered one of the most competitive in the world, it is because throughout its history it has been able to reinvent itself and make room for innovation." (Issu d'un prospectus publié par Sustainable Finance Geneva en 2014)

De nombreux discours mettent ainsi en scène la dimension réactive d'un secteur financier développant une pratique supposément nouvelle, en réaction à ce qui serait des errances, ou des dérives d'une finance de court terme présentée comme inconséquente et tournée uniquement vers le profit (Barman, 2017 ; Ziolo et al., 2017). Certains de ces discours mettent alors l'accent sur l'idée de la dérive capitaliste, et de ses *« excès »*. C'est le cas d'Odile Varga, spécialiste de l'impact investing à Lacour-Deschamps :

> « Donc ben un capitaliste reste un capitaliste, on est resté comme ça après, c'est évident que jusqu'à la... enfin on l'a vu avec la crise, etc., on est partis vraiment dans des excès énormes, et peut-être, ce recentrage sur un peu plus d'extra-financier permettra de revenir sur un capitalisme un peu plus réfléchi, un peu plus responsable, qui va arrêter de racheter des entreprises, de les démanteler pièce par pièce, en en dépit de... du coût humain […]. » (Odile Varga, Responsible for Sustainability Integration, Lacour-Deschamps)

Un employé d'Harmony avec qui nous avons pu nous entretenir, Palash Shankar, tient un discours similaire et mentionne une *« prise de conscience »* consécutive aux crises :

> « D'avoir eu ces produits dérivés qui sont complétement… oui… on sait pas dans quoi on va. La finance fait plein d'argent dans ces choses-là, peut-être que oui, il y a eu une prise de conscience. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

[88] Terme employé par les acteurs du champ, regroupant l'ensemble des approches non-traditionnelle de la finance, c'est-à-dire l'ISR, l'ESG, l'impact investing, la microfinance, etc.
[89] Non anonymisé.

D'autres discours insistent sur cette *« prise de conscience »* induite par les *« excès »*, c'est-à-dire sur le rôle adaptatif de la finance. C'est le cas d'Halder Pandey, le PDG d'Omnis, un autre gestionnaire d'actif genevois en impact investing, que nous présentons plus bas :

> « En revanche, l'industrie financière doit s'adapter aux nouveaux impératifs normatifs et planétaires, ce qu'elle a déjà fait à plusieurs reprises ces dernières décennies, suite à de grandes crises » (Halder Pandey, CEO, Omnis, par email)

Hors du champ genevois également, le membre d'un *asset manager* d'impact investing à Zürich parle d'une *« prise de conscience »* :

> « La crise financière de 2008 a amené des changements, une prise de conscience un petit peu générale, cette prise de conscience aussi, comme je disais, une sensibilité politique était déjà là depuis un moment. » (Luca Tosi, Senior Relationship Manager, AccountFin)

Par ces discours, ces acteurs reprennent en réalité les narratifs fournis par le GIIN et la fondation Rockefeller, qui ont bien souvent mentionné dans leurs rapports la dimension réactive de l'impact investing, et sa prétendue faculté à répondre aux crises, et en particulier à la crise de 2008 :

> « Et puis, après, pouf, tout à coup il y a eu la crise financière, je crois que c'est la Fondation Rockefeller qui, tout à coup, a eu l'idée de faire de l'impact investing comme *buzzword* un peu, puis ça s'est tout à coup imposé. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

En somme, si ces éléments ne nous permettent pas d'affirmer que l'utilisation internationale et locale du terme « impact investing » est une conséquence directe de la crise de 2008, il est évident que cette crise de légitimité de la finance a favorisé cette recherche de nouvelles approches et/ou catégories, justifiant parfois *a posteriori* l'emploi du terme ou l'implantation de la pratique. Pour autant, si ce discours sur la capacité de la finance à s'adapter aux crises est extrêmement présent dans la bouche de nos enquêtés—et c'est aussi car il donne une raison d'être et une légitimité à l'impact investing—, les éléments sur la crise de la microfinance sont beaucoup plus rares. Ces derniers expliquent pourtant les raisons de la transition de la microfinance vers cette nouvelle catégorie.

La crise de la microfinance, le retour de flammes de l'inclusion financière

Présentée comme un moyen d'inclure les populations défavorisées dans le système bancaire et de leur offrir un accès au crédit, la microfinance a également été accusée d'avoir été la cause d'un surendettement de ces populations, comme le mentionne cet employé d'Harmony :

> « Il y a aussi, par exemple dans notre classe [d'actifs, *i.e.*, la microfinance], des crises de surendettement, qu'on a vues dans certains marchés. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Ces crises sont loin d'être anecdotiques. À la fin des années 2000, elles ont frappé de plein fouet tout le secteur, avec des cas particulièrement critiques ayant conduit à des vagues de suicides chez les bénéficiaires se trouvant dans l'incapacité de rembourser les prêts qui leur avaient été accordés par des institutions de microfinance[90]. Divers travaux ont cherché à identifier les causes, responsabilités et conséquences de ces crises (voir notamment Hudon et Sandberg, 2013). L'épisode le plus marquant de cette série de crises est celui d'Andhra Pradesh, en 2010. Andhra Pradesh est un état de l'Inde qui a hébergé de nombreuses institutions de microfinance. Selon Mader (2013), cette crise, typique des évolutions de la microfinance à cette époque, est le résultat d'une surchauffe d'un secteur hautement profitable, combinée à des taux d'intérêts particulièrement élevés, conduisant à un surendettement d'une part non négligeable de la population :

> "In October 2010, the Chennai-based Centre for Micro Finance noted with alarm that in Andhra Pradesh "[t]he overall rate of indebtedness is extremely high"[91] […]. It reported clients borrowing from a large variety of formal and informal sources, though vastly more from informal sources, and that 84% of households had two or more loans, while 58% even had four or more loans. Regardless of who originated the majority of these loans — MFIs, SHGs, or moneylenders — this expansion was anything but sustainable. The MFI sector's loan portfolio had grown between 64% and 98% each year, making it the second largest in the world by 2010. Indian microfinance was also immensely profitable. The sector's average return on equity (RoE) lay at 27.5% in 2008, and 25.0% in 2009; the largest 10 MFIs meanwhile were even earning on average 37.8% and 35.2% in 2008 and 2009, respectively. Investments in Indian microfinance enjoyed a reputation as being virtually risk-free thanks to the sector's widely touted loan repayment rate of over 99%." (Mader, 2013, p. 53)

Mader explique ainsi que, dans cette situation de surendettement, de nombreux bénéficiaires firent défaut, déstabilisant toute la chaîne d'investissement, et entraînant la panique chez les institutions de microfinance, incapables de gérer la crise. En plus des vagues de suicides touchant de nombreux bénéficiaires, les institutions de microfinance auraient cherché, par tous les moyens à leur disposition, y compris l'intimidation, la violence et la prostitution forcée, à contraindre les familles endettées à les rembourser—incitant le gouvernement à prendre des mesures pour protéger les emprunteurs :

> "When, on October 14th, the State Rural Development Minister of Andhra Pradesh announced that an Ordinance would be passed to protect borrowers from "harassment" by MFI agents, his announcement did not come out of the blue, but against a backdrop of protests by microfinance borrowers as well as alarming

[90] Pour rappel, les « institutions de microfinance » (MFI) sont les acteurs locaux qui accordent des prêts aux populations. Ces institutions locales sont à leur tour financées par des investisseurs souvent fortunés, et occidentaux, qui confient la gestion de leurs actifs à des *asset managers* spécialisés dans la microfinance ou la finance dite d'impact, c'est-à-dire, par exemple Harmony ou Green Lotus.

[91] Issu du rapport (p. 19) : Johnson D, Meka S, 2010. Access to finance in Andhra Pradesh. Institute for Financial Management and Research Centre for Micro Finance, October. http://www.microfinancegateway.org/p/site/m/template.rc/1.9.48511/ (dernière consultation le 17.06.2024)

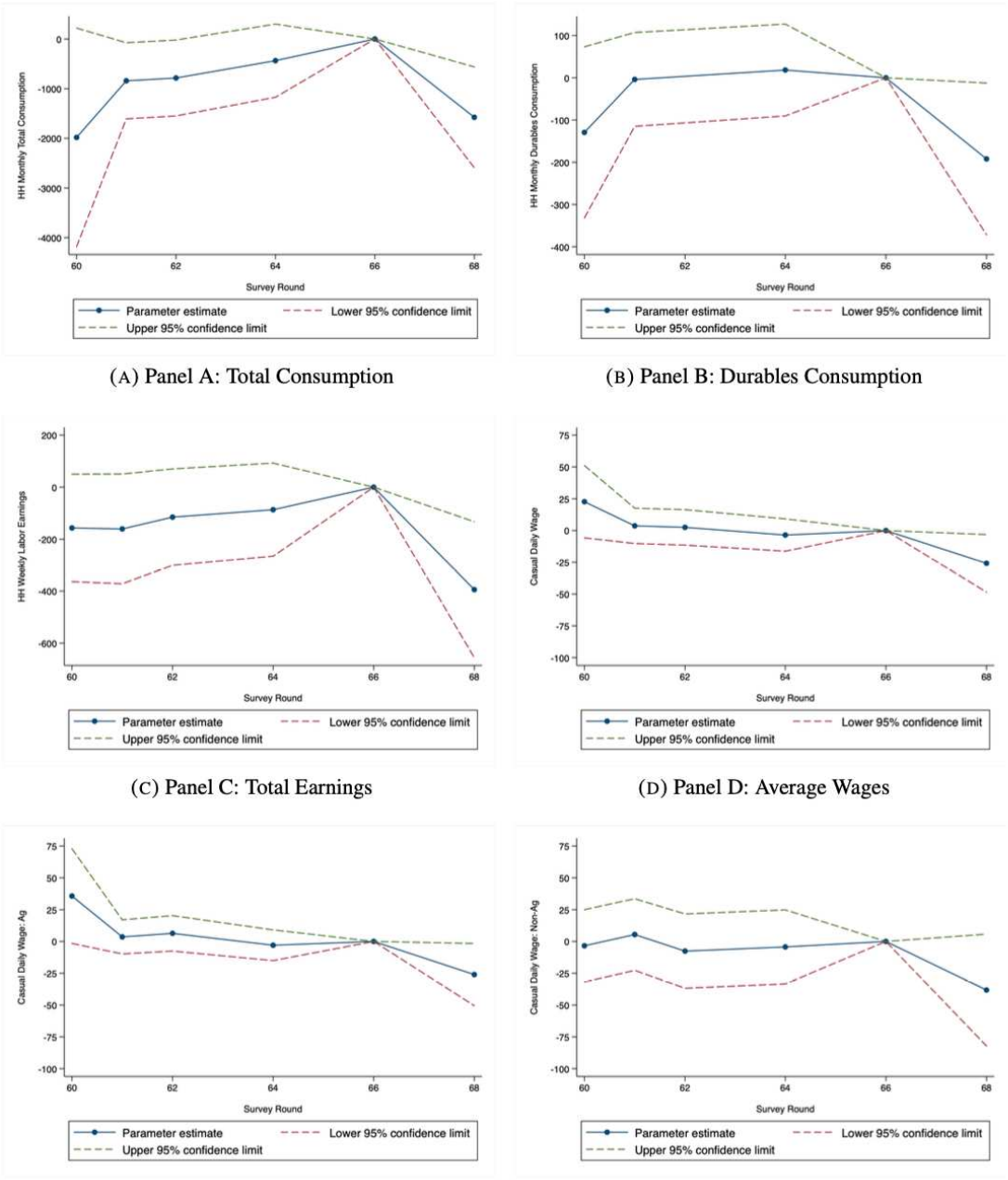
> reports in local newspapers of rapidly increasing violence […]. This violence was *between borrowers*, *by MFIs against borrowers*, and *by borrowers against MFIs*. Allegations included instances of kidnapping children and the forced prostitution of young girls to coerce their parents into repayment, as well as abundant reports of MFIs' agents pressing clients to commit suicide so that life insurances could repay the loans […]. The AP government's Ordinance was passed and released on Friday October 15th, citing 30 suicides in 45 days as the reason for protecting borrowers from MFIs and their agents […].[92]" (Mader, 2013, p. 55)

Sans entrer dans les mécanismes structurels de cette crise, retenons qu'elle représente une forte atteinte à la légitimité de la microfinance en général et à son efficacité économique. En effet, en plus des impacts humains de la crise, des conséquences systémiques ont également affecté l'économie de la région (Breza et Kinnan, 2021). Dans l'année suivant le déclenchement de la crise à Andhra Pradesh, la région a été frappée de plein fouet par une diminution drastique des salaires, des revenus en général, et de la consommation (*cf. Fig. 5*). Ces données soulignent ainsi le risque systémique et le retour de flammes que la pratique de la microfinance peut faire peser sur des économies, contribuant encore à sa décrédibilisation, en particulier au regard de ses promesses initiales.

Ainsi, le contexte international de la finance est émaillé de crises lors de l'émergence et de l'implantation du terme « impact investing ». Et certains de nos enquêtés relient alors son émergence à la nécessité, pour la finance, de réagir à ses *« excès »*. Si ces derniers font un lien clair entre l'émergence de l'impact investing et la crise de 2008, la crise majeure de la microfinance est beaucoup moins mentionnée. Examinons à présent comment la combinaison de ces deux crises, et en particulier la seconde, joue un rôle crucial dans les processus de relabellisation permettant à la microfinance genevoise d'effectuer sa transition vers l'impact investing.

Nous montrerons d'abord en quoi ces crises globales—*i.e.*, ces chocs exogènes—ont permis ces évolutions, puis nous réfléchirons à la manière dont celles-ci s'inscrivent dans les mécanismes endogènes de la finance genevoise.

[92] Mader s'appuie dans cet extrait sur des articles publiés en 2010 de différents journaux d'information indiens : *Outlook India*, *The Times of India*, *The Economic Times*. Absentes de cette citation abrégée, ces références précises peuvent être retrouvées dans le texte original (Mader, 2013, p. 55).



(A) Panel A: Total Consumption

(B) Panel B: Durables Consumption

(C) Panel C: Total Earnings

(D) Panel D: Average Wages

(E) Panel E: Ag Wages

(F) Panel F:Non-Ag Wages

FIGURE 2. Pretrends: Continuous Exposure Measure.

Note: Pretrend plots using data from NSS rounds 60, 61, 62, 64, 66, and 68. The plotted estimates are year-specific coefficients from regressions of the outcome variable on the continuous exposure measure. Round 66 is the omitted category. Controls include round and district fixed effects, Round 66 average district consumption, average casual wage and linear distance to AP interacted with round, quintiles of household size, number of rural households and its squared term, GLP quintiles in 2008 and 2010 dummies along with round and survey month fixed effects. Wage and earnings are winsorized at the 99th percentile. Standard errors are clustered at the district level. Observations are weighted by NSS sampling weights. Durable consumption was not asked in NSS round 62.

Figure 5 — Conséquences systémiques de la crise de la microfinance à Andhra Pradesh (Breza et Kinnan, 2021, fig. 2)

Note de lecture : les rounds 60, 61, 62, 64, 66, 68 correspondent aux années de recueil des données, 66 étant l'année 2010.

i. La réaction aux chocs exogènes : *« comment un nom s'impose »*

Les différents chocs exogènes présentés ci-dessus ont ainsi joué un rôle dans la déstabilisation du *status quo* des pratiques financières de microfinance à travers le monde. Ils ont aussi directement affecté la très jeune microfinance commerciale genevoise. Nous proposons d'examiner ici les conséquences de ces chocs sur cet espace social, en montrant notamment comment les *asset managers* genevois en microfinance ont mis en œuvre des stratégies de relabellisation de leurs activités, s'appropriant ainsi le terme « impact investing » pour qualifier ces dernières, sans en modifier radicalement les pratiques.

De ce point de vue, le retour de flammes de la crise de la microfinance et son impact sur la légitimité du secteur est officiellement reconnue par certains acteurs du champ genevois, notamment Harmony, qui mentionne ces éléments dans l'un de ses rapports officiels :

> "Following years of exponential growth, the microfinance industry in India, one of the biggest at that time went crashing in 2010 following reports of waves of suicide from over-indebted microfinance clients in the southern state of Andhra Pradesh, the epicenter of India's microfinance sector. In October 2010 after the news broke out, the State government of Andhra Pradesh quickly promulgated an emergency law requiring an immediate increased transparency from MFIs about their clients and branches while politicians advised the public to halt repayments. Non-performing loans shoot up and FIs in Andhra Pradesh saw their GLP decline by 35%. This was a turning point in the public perception of microfinance, and threatened the future of the sector in India as well as abroad. Linked to an above average, uncontrolled growth of the sector, the crisis also brought to light coercive collection practices of loan officers and general excessive interest rates the sector was facing. Government intervention was reactive which helped the sector bounce back by 2017/2018. Regulations from the Central Bank have been tighter since 2011, including interest-rate ceilings as well as the creation of two credit bureaus conditioned to a maximum of two loans per client. The International Finance Corporation (IFC) and the Smart Campaign also brought key efforts in terms of capacity building and pushing FIs to follow and endorse the industry's client protection principles." (Harmony, White Paper, 2018)

Plusieurs de nos enquêtés à l'époque actifs dans ces entreprises d'*asset management* en microfinance font explicitement le lien entre les crises—notamment celle de la microfinance—et la nécessité de mettre en retrait la catégorie « microfinance » dans la description des pratiques :

> « Je me rappelle très bien, chez Green Lotus, quand il y a eu cette première crise en Inde. L'idée c'était de se 'dire *beyond microfinance*' ; avant impact, c'était *beyond microfinance*. C'est-à-dire, l'idée c'est de se dire, c'est, *access to… access to working capital*—ça c'est microfinance—*health, education*, *water*, etc. Et puis chacun de ces '*access to*' était un *business model*. Et donc, toute l'industrie a essayé de s'aventurer là-dedans. » (Gaspard Leblanc, associé-gérant de FAC)

Paul Lacour souligne encore davantage ce processus de relabellisation consécutif aux crises, insistant sur la dimension cosmétique du changement, indiquant une variation terminologique plus que pratique. Ce faisant, il rappelle que l'impact investing à Genève est majoritairement composé d'entreprises initialement actives en microfinance :

> « Je pense… c'est ça, en 2012, y'a eu une grosse crise de la microfinance, en 2011, sauf erreur au Nicaragua, après y'a eu une crise en 2012, je crois, en Inde, et puis, finalement [les *asset managers* en microfinance] se sont vus dans l'obligation de changer de discours, aussi vis-à-vis du monde académique qui, je crois, était beaucoup plus réceptif à l'impact investing qu'à la microfinance, en soi. Quand bien même, de nouveau, si on voit les chiffres et en particulier si on regarde les chiffres de l'industrie en Suisse—en particulier, je dirais en Suisse, mais finalement comme l'industrie Suisse est tellement importante dans ce domaine, c'est ça qui fait foi—80 % au moins, ou même plus, 85 % de ce que font les acteurs de l'impact investing suisses, c'est de la microfinance. C'est simplement la terminologie qui a changé, qui est une terminologie plus ouverte, plus inclusive. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

Un employé d'Harmony, Bruno Reymond, résume clairement la dynamique de cette relabellisation, en indiquant que cette transition s'est faite *« naturellement »* avec l'émergence du terme « impact investing ». Un autre employé, lorsque nous l'interrogeons sur les raisons pour lesquelles le terme « microfinance » n'est aujourd'hui plus aussi présent sur le site internet de l'entreprise, et est massivement remplacé par la catégorie « impact investing », créée par la Fondation Rockefeller en 2007, note le rôle de la permissivité de la définition initiale du concept, tel qu'elle fut établie par la Fondation Rockefeller et le GIIN :

> « Alors, sur le passage [de 'microfinance' à 'impact investing'], c'est aussi… comment un nom s'impose. Et effectivement, nous on a commencé sur la microfinance, après c'était la finance inclusive. […] Après, effectivement, l'impact investing, ça c'est un concept qui a émergé […], parce que pour moi ça fait environ trois, quatre ans… alors il a été inventé plus tôt, mais je me rappelle, il y avait une première recherche avec le GIIN, avec J.P. Morgan, qui avait commencé à définir un impact intentionnel et avec un retour financier, qui est une définition assez large. Quand on voit la définition, elle est très large. Elle est pas très opérationnelle, pour une définition, c'est le moins qu'on puisse dire ! Enfin, quand je l'ai lue, je me rappelle, je me suis dit : 'on peut tout faire, quoi'. Mais voilà, pour moi c'est là un peu le moment. C'est un papier, on se nourrit de ça, on le voit se mettre en place. Au début, il n'est pas encore institutionnalisé, le mot, parce que ça voulait étendre le concept de manière plus large que la microfinance. Et ensuite, ce qui a institutionnalisé le mot c'est toutes les initiatives SDGs[93] qui ont aussi amené un nouveau souffle, un nouveau concept aussi sur l'investissement. Et donc, les deux, pour moi, depuis deux, trois ans... même moi, je dis que je travaille dans l'impact investing. Donc le mot est devenu courant depuis trois, quatre ans. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Le terme « impact investing » a en effet été initialement défini de manière très large. Divers travaux montrent notamment en quoi la permissivité de cette définition a permis au terme d'être utilisé pour caractériser des pratiques très différentes, dont l'unité est souvent peu discernable (Höchstädter et Scheck, 2015). Nous avons également analysé la manière dont le GIIN a rendu cette définition floue et volontairement ouverte, tout en tentant d'apporter des preuves de l'existence concrète de la pratique (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022). Cette définition ouverte du terme « impact investing », permet, selon Bruno Reymond, son utilisation facile, en particulier pour relabelliser des pratiques telles que la microfinance. Tout en insistant sur le positionnement dans le cadre des SDGs permis par le terme impact investing, Bruno Reymond ne rejette pas le

[93] Les SDGs ou ODD, en français, sont les objectifs de développement durable, définis par l'ONU en 2015 (*cf. supra*).

terme de *rebranding*. Il justifie ce processus de relabellisation en indiquant que faire de la microfinance, c'est faire de l'impact investing, *de facto* :

> **Enquêteur : « Mais est-ce que vous diriez que c'est un *rebranding* de la microfinance ? Est-ce qu'il y a eu des discussions de fond, ici ? Est-ce que vous avez changé certaines choses quand vous êtes passés à l'impact, ou est-ce que vous n'avez changé que le mot ? »**
>
> Bruno Reymond : « Alors, il y a deux choses. Alors c'est clair que sur notre corps de métier, on est resté microfinance, banque SMI, et ces éléments-là. Mais si vous voulez, comme le nom a changé aussi, quand on regarde dans les papiers de recherche sur l'impact investing, une des thématiques-clés c'était la microfinance parce que c'est un des seuls où il y a un *track of record,* qui montre qu'on a fait de l'impact. Donc, quand vous prenez ces papiers... c'est vrai que nous par rapport à un nom qui change... de fait, on fait de l'impact investing depuis dix ans. Dans le sens où on rentre dans la catégorie-là. Et après, ça c'est le premier élément, c'est un élément un peu pragmatique : si tout le monde utilise un mot et que vous le faites, il n'y a aucune raison que vous disiez, 'ben non, je fais pas ça'. Ça, c'est un côté pragmatique. Après, je dirais que nous ce qu'on a changé, on définit aussi des thématiques plus précisément. On essaye de travailler aujourd'hui avec les SDGs pour essayer de voir par exemple un *framework* où on se dit : 'ben voilà, quel SDGs participe'. »

Très concrètement, on observe ainsi que les entreprises pionnières de la microfinance à Genève ont progressivement, dans les années 2010, modifié la terminologie de leurs pratiques. Par exemple, Green Lotus, qui a continué après 2007 à focaliser ses activités sur des pratiques d'inclusion financière, *i.e.* de microfinance, commence, dès 2010 à utiliser le terme « impact investing » pour les qualifier. Cette évolution est visible grâce à l'outil « *Way Back Machine* », qui permet d'accéder à des versions antérieures, archivées—et précisément datées—d'un site web. Nous avons ainsi pu observer les pages de Green Lotus entre 2001 et aujourd'hui. Notre observation révèle que c'est bien en 2010 que le terme « impact investing » apparaît pour la première fois sur le site. Et aujourd'hui, on observe même que le terme fait partie du logo de l'entreprise, marquant une nette transition de terminologie. De la même manière, Lacour-Deschamps, sur son site web, raconte aujourd'hui l'histoire de sa participation à l'émergence de Green Lotus comme un récit de l'impact investing, et non pas de la « microfinance ». La relabellisation est donc nettement actée dans le vocabulaire des acteurs du champ et possède même une dimension rétroactive :

> « Le Groupe Lacour-Deschamps a de solides arguments en tant que : notre histoire, nos outils, notre plateforme technologique et l'engagement de nos partenaires. Nous avons développé nos premiers modèles d'analyses durables (ESG) dès 1997. **Au début des années 2000**, nous avons soutenu le développement **de l'investissement d'impact (impact investing)** avec Green Lotus. » (Site web de Green Lotus, 2022)

En somme, on assiste bien à l'utilisation d'une nouvelle catégorie, l'impact investing, en réaction à des chocs exogènes affectant négativement une pratique initiale, celle de la microfinance : celle-ci sans être fondamentalement modifiée, est relabellisée à partir de ce nouveau terme. Ce mécanisme montre ainsi l'importance du rôle déclencheur des évolutions exogènes, c'est-à-dire des évolutions globales de la finance, et plus précisément de la microfinance, dans les mutations locales de ces dernières.

Pour autant, il est important de souligner que ces chocs externes jouent, là encore, un rôle essentiellement catalyseur. S'ils déstabilisent le champ naissant de la microfinance, la transition de l'écosystème de la microfinance genevoise vers l'impact investing repose sur des dynamiques endogènes structurantes. Nous proposons ainsi de montrer à présent en quoi cette transition se stabilise à l'intérieur et selon les règles de l'espace social qui a accueilli son émergence initiale, c'est-à-dire la finance genevoise.

ii. Les mécanismes structurels et endogènes de la transition

Dans cette section, nous nous demanderons en quoi les mécanismes endogènes de l'émergence de la microfinance à Genève affectent sa transition vers un champ en construction, celui de l'impact investing. Nous commencerons par voir comment les mécanismes de relabellisation exposés plus haut peuvent être articulés avec l'endogénéité de l'espace de la microfinance genevoise, et son statut de sous-champ de la finance traditionnelle genevoise. Puis nous montrerons que l'impact investing n'a pas émergé à Genève uniquement *via* ce mécanisme, mais qu'il est aussi redevable d'une recomposition interne du champ, qui doit beaucoup à la densité des réseaux qui le composent et aux relations inter-individuelles des *incumbents* de la finance genevoise identifiés plus haut.

1. Une relabellisation commerciale, fruit de l'endogénéité du champ financier genevois

Pour comprendre en quoi les logiques endogènes du champ financier genevois ont été structurantes dans l'implantation du label « impact investing », il est utile d'observer comment ce même label s'est implanté dans d'autres champs financiers locaux. En effet, l'impact investing, notamment en raison de sa définition très ouverte (*cf. supra*), a donné lieu à des interprétations et des implémentations très diverses selon les contextes politiques et les traditions économiques nationales. Prenons deux exemples : les cas français et britannique, en nous appuyant principalement sur les travaux de Chiapello & Godefroy (2017) et Golka (2019). Dans le cas de la France, le terme « impact investing » fait essentiellement référence à un label réglementé, et garanti par l'État, celui de l'économie sociale et solidaire :

> "This class of [impact investing] is characterized by a long chain of intermediation between the investor and the investee (involving the collector of the savings, the manager of the 90/10 fund, the specialist investors of the social sector) and is strongly structured by a label controlled by the State, which is itself inseparable from various public policies intended for social purposes." (Chiapello et Godefroy, 2017, p. 173)

Du côté anglais, l'histoire institutionnelle de l'impact investing a plutôt été portée par les décideurs politiques, passant par une politique de financiarisation des enjeux sociaux, à travers les principes des SIBs (*social impact bonds*) :

> "The capitalists investing in these organizations [investees of SIBs] would not be giving up any of their financial return objective, but would receive their return on investment by combining the low financial return from the organization with resale of the social return. This system already exists: Social Impact Bonds were invented in the UK to draw financial returns from unprofitable organizations." (Chiapello et Godefroy, 2017, p. 179)

Ces projets se sont alors concrétisés dans des alliances entre acteurs politiques, associatifs et économiques.

Dans les deux cas, on assiste à une labellisation de pratiques encadrées ou développées à la fois par des acteurs politiques et économiques. Le terme « impact investing », malgré sa définition initiale très vague, est donc utilisé pour s'appliquer à des dispositifs économiques précis : les SIBs au Royaume-Uni, l'investissement solidaire en France. Dans le cas de la Suisse, et plus précisément de la finance genevoise, les mécanismes de relabellisation important le concept d' « impact investing » se construisent au contraire sur une logique commerciale propre au champ financier.

En effet, nos enquêtés rapportent que cette transformation (aux côtés d'autres initiatives de finance durable) est avant tout une tentative de préserver l'industrie financière, touchée par les risques réputationnels liés aux crises que nous avons présentées. Ce faisant, ces acteurs marchands se positionnent dans une réaction très classique aux risques que pourraient faire porter sur eux une critique externe (King et Pearce, 2010). En ce sens, le label n'apparaît pas comme une catégorie régulatoire au sens de Fouilleux et Loconto (2017), mais comme une catégorie marketing. Cette dimension de *rebranding* est ainsi lisible dans les propos de nos enquêtés :

> « C'est clair [qu'en utilisant ce terme], on n'a pas réinventé la roue, mais si vous voulez, on essaye de se positionner de façon plus précise à travers ce nouveau cadre parce qu'on en est partie prenante. Il y a un côté un peu *business* pour moi, mais pas négatif. Si tout le monde parle ce *framework*, […] ce ne serait pas légitime de ne pas y participer. Et là-dessus, peut-être juste par rapport au début, je ne pense pas qu'il y ait eu des gros débats, est-ce qu'on doit y être ou pas parce que finalement, on était souvent cités comme exemple. Donc c'était plus, comment nous on allait se positionner pour s'assurer que les gens comprennent que ce qu'on fait, c'est ce que les gens disent. Donc voilà. Et après aussi pour les opportunités en termes d'investissement qui peuvent s'offrir à nous parce qu'effectivement ça ouvre le champ. On est pas que dans la microfinance. On peut faire... c'est plus large. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Cette idée de catégorie marketing, de marque, se retrouve aussi dans les propos de Paul Lacour, qui souligne le côté *« sexy »* du terme « impact investing » :

> « Mais finalement, ce qu'il y a derrière, ça reste de la microfinance, mais je pense que […] le terme [impact investing] est plus inclusif, il est plus sexy. » (Paul Lacour, héritier de la banque privée du même nom)

On peut donc retenir que le terme « impact investing » a été utilisé dans le processus de labellisation afin de plaire, de se faire comprendre, et de se *« positionner »* commercialement, plutôt que pour correspondre à des standards ou des pratiques spécifiques. Cette relabellisation est très différente de la manière dont le terme a été utilisé en France ou au Royaume-Uni. On peut alors questionner le rôle du contexte initial du développement de la microfinance genevoise dans cette relabellisation commerciale.

Nous avons montré plus haut que la microfinance a émergé à la faveur d'impulsions externes, entraînant des stabilisations *via* des mécanismes internes au champ de la finance traditionnelle genevoise, permettant une implantation au sein de ces réseaux qui se sont approprié la pratique. Cette appropriation de la microfinance par les *incumbents* de la finance conventionnelle à Genève soutient ce processus de relabellisation commerciale. En effet, si la microfinance genevoise avait été implantée *via* un programme des Nations unies, ou si la Confédération ou l'État de Genève avaient cadré cette pratique et légiféré pour en définir les contours, les parties prenantes auraient potentiellement été mixtes et les acteurs genevois de la microfinance ne seraient pas autant concentrés au sein du noyau dur de la finance de la ville. C'est au contraire cette concentration interne qu'on observe ici : les institutions externes à ce champ financier, notamment la CNUCED, ne sont en effet intervenues que ponctuellement, notamment *via* Philip Schneider. Il en résulte un espace de la microfinance articulé autour des réseaux internes de la finance genevoise et une pratique de celle-ci appuyée sur des stratégies marketing facilitant une relabellisation. Cette dernière permet alors une utilisation commerciale et non restreinte du concept d'impact investing. Les autres cas de développement de l'impact investing traités par la littérature (Chiapello et Godefroy, 2017) montrent clairement que la portée régulatoire ou définitionnelle du terme « impact investing » est intimement liée au contexte de son implantation nationale ou locale. En particulier, c'est *via* l'intermédiaire de champs adjacents à ceux de la finance (*i.e.,* champ politique) que le terme devient un label garanti. Au contraire, le cas genevois donne à voir un développement de la pratique qui est très endogène au champ financier et peu contingent de l'action régulatoire d'autres champs.[94]

Le mécanisme de relabellisation n'est toutefois pas le seul à s'inscrire dans les logiques endogènes de la microfinance genevoise. Observons à présent comment l'impact investing a aussi émergé au sein de cet espace par le biais des relations inter-individuelles des acteurs centraux qui le composent.

[94] Nous y revenons également dans le chapitre 2.

2. *« Beyond microfinance »* : les schismes et recompositions au sein de l'espace de la microfinance genevoise, second moteur de l'expansion d'un champ de l'impact investing

Si l'impact investing à Genève résulte principalement d'une relabellisation superficielle et commerciale des activités de microfinance qui y étaient déjà conduites, nous observons également que ce nouveau label permet l'expansion de l'espace initial de la microfinance et de sa transition vers un champ constitué d'un nombre croissant d'organisations actives dans la finance dite d'impact. Nous allons voir que l'une des raisons de ce développement réside dans des dissensions internes à ces organisations entre leurs leaders. Nous montrerons que ces divisions donnent alors lieu à des recompositions internes du champ, par des jeux d'alliances et de démarcations entre ces acteurs. En effet, comme l'indiquait Paul Lacour, un grand nombre des évolutions de la finance genevoise est le fait de *« copinages »* et de *« jalousies »*. Dans cette section, nous nous concentrerons sur l'héritage de Green Lotus, premier gestionnaire d'actif genevois en microfinance. Nous montrerons en quoi les acteurs centraux de cette organisation ont engendré autour de 2010, par schismes et alliances successives jouant sur une transition entre microfinance et impact investing, trois autres organisations actives dans la finance dite d'impact : Lime, Transform et Regenae.

Lime, le rejeton involontaire de Green Lotus

Afin de comprendre comment ces nouvelles organisations dites d'impact investing ont émergé, il est important d'expliquer les évolutions de la gamme de produits financiers chez Green Lotus. Au sein de l'entreprise, Pierre-Luc d'Autane, l'un de ses cofondateurs, propose en 2007 d'étendre les services de microfinance proposés par la firme. En effet, jusqu'alors, Green Lotus pratique le microcrédit, c'est-à-dire, de la dette privée : il s'agit du modèle de base de la microfinance, où des prêts sont accordés à des institutions de microfinance locales. Pierre-Luc d'Autane prône, lui, le développement de produits de *private equity*[95], c'est-à-dire de prises de parts dans le capital des institutions locales, de gré à gré, hors des marchés financiers (d'où la notion d'investissement *privé*) :

> « En 2007, j'ai essayé de convaincre le conseil d'administration de Green Lotus de commencer à faire de la *private equity*. Pas seulement faire de la dette, mais aussi investir en capital—en capital-risque—pour toute une série de raisons, et puis, on pourrait y passer deux heures. Mais donc, en gros, il semblait que c'était une bonne idée, et ils ont dit oui. Et donc, on a lancé ce qu'on a appelé—une nouvelle société, ce qu'on a appelé—'Green Lotus Investments', qui n'était pas 'Green Lotus Finance'. Donc Green Lotus Finance faisait de la dette et nous, [Green Lotus Investments], on faisait du capital-risque. » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus)

[95] L'encadré 1, au début de la partie empirique de la thèse, fait le point sur ces terminologies.

Il s'agit là de la première évolution des pratiques de Green Lotus, qui, pour le coup, ne sortent pas l'entreprise de son cœur de métier initial, puisque les pratiques de microfinance recouvrent aussi bien la dette (microcrédit, c'est-à-dire le prêt d'une certaine somme d'argent, avec intérêt) que le capital-risque (l'investissement dans le capital de petites entreprises avec des perspectives de croissance). En revanche, après la création par la fondation Rockefeller du terme « impact investing », Pierre-Luc d'Autane voit dans cette nouvelle catégorie une opportunité pour développer de nouvelles pratiques, une *« vague », « [rentable] »*, sur laquelle surfer, qui dépasserait les services d'inclusion financière (*i.e.*, la microfinance) :

> « Et en même temps, je leur ai dit 'mais moi je sens qu'il y a un vague qui arrive et qui va aller au-delà du secteur financier, et il y aura toute une série de nouveaux *business models* dans l'accès à l'énergie, dans l'accès à l'éducation, dans l'accès à la santé, qui vont avoir un impact social et environnemental très fort, et dans lequel on pourra, tout comme en microfinance, faire des investissements, aussi pour une rentabilité financière. Donc s'il vous plaît, faisons autre chose que de la microfinance.' Et là ils m'ont dit : 'ah ben non, Pierre-Luc. Là, tu oublies, parce que Green Lotus, c'est une marque, c'est un *brand* qui est associé à la microfinance. Et on ne va pas diluer le brand. Donc tu fais ce que tu veux, mais ça s'appelle pas Green Lotus.' Et puis j'ai dit : 'ben ok, d'accord, je m'en fous, je le fais quand même, parce j'y crois.' » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus)

À ce stade, Green Lotus tient ainsi au label « microfinance », qui a fait son succès initial, alors que Pierre-Luc d'Autane voit de nouvelles opportunités dans le terme plus large et permissif d' « impact investing ». Il lance ainsi, au sein du groupe Green Lotus, une nouvelle société, Lime Finance, dédiée à ces nouveaux modèles commerciaux hors de la microfinance, mais sans grand soutien de ses collègues de Green Lotus :

> « Et donc j'ai créé Lime avec... j'ai pris 10 000 francs [suisses] de mon argent. C'était à peu près tout ce que j'avais, en fait, et j'ai créé une SARL[96] qui s'est appelé Lime Finance. Pour faire tout sauf de la microfinance, c'est-à-dire investir en dette et en capital risque dans des *business models*. Alors, c'était un peu rock'n'roll, parce qu'à ce moment-là, c'était pas balisé. C'est pas comme aujourd'hui. C'était vraiment du vrai capital-risque. Mais ça valait la peine. Et entre guillemets, l'histoire, je pense, m'a donné raison.[97] » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus)

Avec Lime Finance, Pierre-Luc d'Autane a l'intention d'étendre le modèle de Green Lotus, et dans cette perspective, il propose la fusion de Green Lotus et de Lime, sans succès :

> « Alors un peu plus tard, en 2012, […] je suis allé voir les différents actionnaires des trois sociétés. Il y avait Green Lotus Finance, Green Lotus Investment et Lime [Finance] et je leur ai dit : 'écoutez, c'est un peu bête de faire trois sociétés. Pourquoi est-ce qu'on ne les regroupe pas en une ? C'est beaucoup plus efficace, beaucoup plus logique. On multiplie pas les efforts. On répète pas les mêmes dépenses. Donc c'est plus efficace.' Ils ont dit oui. Et ensuite, on s'est pas entendu sur comment on allait fusionner les trois sociétés et à ce moment-là, au terme d'une pénible et longue histoire courte, on a décidé de séparer nos chemins. Et donc Green Lotus est restée Green Lotus et s'est occupée de la microfinance dette ; donc la première société, si tu veux. Moi, j'ai vendu toutes mes actions et puis j'ai récupéré les actions des autres dans ce qui était alors Green Lotus Investment et donc je me suis retrouvé seul avec mon petit Lime et Green Lotus Investment qui faisait

[96] Société à responsabilité limitée.

[97] Il est possible que Pierre-Luc d'Autane fasse ici référence, notamment, à la conversion plus tardive de Green Lotus à la catégorie « impact investing » (*cf. supra*, sur les logiques de relabellisation).

> du capital-risque en microfinance et j'ai fusionné les deux, et j'ai appelé ça 'Lime'. » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus)

En recoupant avec le témoignage de Gaspard Leblanc les circonstances de cette *« pénible et longue histoire courte »* qui a conduit à cette scission au sein de Green Lotus, nous en identifions deux principales raisons.

Premièrement, une raison institutionnelle : d'après Gaspard Leblanc, le fonds initial que Pierre-Luc d'Autane avait lancé, le fonds « Origin », n'avait pas rencontré un grand succès, et ce, en raison du peu de soutien dont il avait bénéficié et du manque d'acteurs compétents impliqués dans sa gestion :

> « Green Lotus a créé [le fonds] Origin avec Pierre-Luc d'Autane, qui était un échec pour dire vrai… mais pour la raison que je vous ai dit : c'est que quand vous avez un portefeuille relativement petit—c'était très pionnier, *access to* on va dire, multi-secteurs, multi-pays, multi-continents—vous avez pas les moyens d'avoir les bonnes équipes, vous devez gérer tout le temps des crises parce que les boites explosent, il faut les restructurer, il faut être dans les *boards*, etc. » (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus)

Comme mentionné plus haut, selon Gaspard Leblanc, cet enjeu de taille et de capacité des entreprises a ainsi été déterminant dans les évolutions du champ de l'impact investing genevois. En effet, il limite le succès des plus petites structures comme Lime, même si celles-ci sont orchestrées par les fondateurs du sous-champ de l'impact investing, et dans le même temps, il restreint l'engagement des grandes structures, comme Green Lotus, ou, plus tôt, Lacour-Deschamps qui s'était montré frileux sur le dossier Green Lotus :

> « Je pense qu'aussi bien Edouard Deschamps que Michel Lacour, les deux étaient intéressés à bouger les lignes, vraiment, dès le départ. Mais, enfin, je veux pas entrer dans tous les détails, ils ont raté Green Lotus bêtement, parce que c'était trop loin, Solidas[98] ça les énervait un peu parce qu'il y avait sous-jacent l'activisme actionnarial, et puis ça ça leur faisait un peu peur pour dire vrai. Ils ont finalement perdu Solidas parce que quand je suis parti il y avait plus vraiment quelqu'un pour soutenir ce projet, et puis il est parti chez Flury maintenant il est à la BCV, enfin ça c'est une histoire en soi, mais non mais fondamentalement ils ont de l'intérêt, mais les grandes boites peuvent pas aller très loin parce que, vous voyez, la microfinance à l'époque on avait quoi, 3 personnes, 10 millions sous gestion, en sursis parce que Credix nous disait toujours : 'il faut nous rembourser cet argent'. C'est clair qu'une banque veut pas essuyer les plâtres : elle veut voir si ça marche, et si ça marche, après ils vont s'y mettre. Voilà, chacun son rôle. (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus)

Ainsi, cet enjeu de taille conduit Green Lotus à conserver son *business model* initial et à ne pas suivre Pierre-Luc d'Autane, qui, maintenant seul, ne parvient pas tout à fait à rendre rentable son projet :

> « Il y a une multitude de choses à faire, mais c'est jamais très facile de le faire en tant que petite boutique, pour aussi des raisons de taille. Et Origin aurait peut-être été un succès s'il y avait eu derrière un accélérateur, un moyen de remettre, remettre, remettre [des fonds]. » (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus)

[98] Pour rappel, Solidas était la fondation que gérait Gaspard Leblanc lorsqu'il était employé de Lacour-Deschamps.

La deuxième raison du divorce entre Lime et Green Lotus est liée à des relations inter-individuelles. Nous n'entrons pas ici dans les détails des possibles disputes entre les acteurs, mais soulignons simplement que ce tissu étroit d'interconnaissances et de relations entre les individus du champ a favorisé l'isolement de Pierre-Luc d'Autane, selon Gaspard Leblanc :

> « Et après, on s'est séparé avec Pierre-Luc d'Autane, méchamment et tout, alors ça a été très compliqué, donc il s'est retrouvé tout seul, et il a un peu un caractère très dominant, donc il est devenu très vite le *keyman risk*. Parce que les investisseurs, il faut savoir, quand ils décident de mettre de l'argent, les institutionnels, ils regardent qui est le *keyman*, qui est l'homme-clé. S'il disparaît, la boite ne fonctionne plus. Et Pierre-Luc d'Autane n'arrive pas à s'entourer de gens de son niveau, donc il était toujours le *keyman*. Et comme il a un caractère sanguin, beaucoup de gens se sont dit 'ouhhh'. Et puis, Green Lotus était devenu beaucoup plus institutionnel, beaucoup plus emmerdant avec 'compliance office', des machins, des trucs, CEO, CFO... [Face à eux], Pierre-Luc d'Autane tout seul avec son équipe, du coup, il a pas décollé, ce qui est dommage. » (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus)

Retenons de ce schisme la forte dépendance du sous-champ de l'impact investing (i.e., ex-microfinance) genevois à l'égard de son champ parent, la finance traditionnelle genevoise, lui-même caractérisé par une forte endogénéité et intégration des réseaux de ses acteurs dominants. Nous proposons à présent d'observer l'histoire d'une autre entreprise, Transform, qui appartient elle aussi à l'héritage de Green Lotus.

Transform : après l'inventaire de la microfinance commerciale, l'appel du changement

Après sa participation à la fondation de Green Lotus puis d'Harmony, Paul Lacour—l'acteur-clé de cet écosystème de la microfinance/finance d'impact—lance un autre projet : l'entreprise Transform. Ce nouveau projet répond, selon Paul, à une double motivation. La première, c'est ce qu'il appelle un *« ennui »*, et une volonté de changement après un voyage au Mexique :

> « […] La naissance de Transform, c'est… ouais… c'est les 10 ans [de Green Lotus], le moment du bilan. J'étais parti au Mexique […]—pour le bureau d'Harmony au Mexique—je suis revenu, je me suis ennuyé, et puis, donc c'était un cycle personnel. » (Paul Lacour, co-fondateur de Green Lotus)

S'il est difficile de caractériser les causes et la signification de cet *« ennui »*, on observe dans le parcours de Paul la création successive de plusieurs entreprises en microfinance ou aux frontières de la microfinance, avec des légères variations de modèle économique ou d'objectifs : Green Lotus, Harmony, puis Transform. Une analyse en termes d'entrepreneur institutionnel y verrait une trajectoire classique guidée par la recherche d'innovation. Cette logique n'est en effet pas étrangère à Paul, qui, fort de son statut au sein du champ, est en mesure de mobiliser aisément et rapidement des ressources pour mettre en application ses objectifs. Cet angle d'analyse peut être complété par

l'examen de l'évolution des motivations personnelles de Paul, et son regard porté sur la microfinance.

Comme nous l'avons vu, la microfinance a souffert, à la fin des années 2000, d'une grande crise de légitimité liée aux drames économiques et humains qui lui ont été associés. Paul revient sur ces événements, et en propose une analyse qui remet en cause les structures même du modèle commercial de la microfinance, qu'il présente alors comme une machine à surendetter des populations défavorisées. Il dénonce notamment une logique bancaire prenant de plus en plus de place[99] au sein des institutions de microfinance sur le terrain, poussées à la multiplication de prêts « non productifs », c'est-à-dire, notamment, des prêts à la consommation :

> « Et puis, à côté, je me disais […], la microfinance, c'était barbare. Le secteur avait évolué, pendant 10 ans, donc les ONG, y'en avait pratiquement plus ; c'était toutes des sociétés financières, voire des banques, un autre état d'esprit, la dynamique régulatoire qui leur imposait souvent de monter dans le marché, qui leur imposait de faire plus de prêts *'consumer loans'*, plus de prêts à la consommation. Alors, on prétendait toujours que c'étaient des prêts pour l'entreprise, mais en fait, les gens achetaient une télé, ou un frigo. » (Paul Lacour, co-fondateur de Green Lotus)

Paul Lacour pointe ainsi ce qui serait une déconnexion entre l'idée initiale de la microfinance, maintes fois exprimées—notamment plus haut dans ce chapitre—comme un moyen de donner aux populations défavorisées l'opportunité de s'extirper elles-mêmes de la pauvreté, donc en leur octroyant des prêts dits « productifs », en opposition à une logique d'assistance. Paul mentionne ainsi les surendettements engendrés par des prêts à la consommation, qui dévoient selon lui les buts de la microfinance :

> « […] Donc [j'ai eu] des questionnements sur le fond de : qu'est-ce qu'on est en train de faire, qu'est-ce qu'on est en train de créer ? Une vraie richesse en bas de la pyramide ? Ou est-ce que, finalement, on crée de nouveau des assistés ? Y'avait toute une thématique à l'époque sur ce que certains acteurs de microfinance appelaient […] l'addiction au crédit, c'est-à-dire, on remplace un crédit par un autre… Et puis, l'autre chose [c']était la multiplication de ces micro-banques. Moi, je me rappelais, au Pérou, […], en moyenne, un client d'une micro-banque avait 5 micro-banques. Donc aussi une question sur les chiffres, c'est-à-dire, si je finance les cinq micro-banques au Pérou, finalement je finance cinq fois moins de client que je prétends que je finance. Et puis, en plus, ils jouent à la roulette russe […] où ils repayent un crédit par un autre et puis on a pas créé des riches : on a créé des pauvres ; parce que, d'un point de vue économique, plus j'ai de dettes, moins je suis riche. On élève leur statut, c'est-à-dire, leurs actifs augmentent, mais de fait, c'est qu'avec de la dette. Donc si on regarde véritablement, ils se sont pas enrichis. Ils se sont juste appauvris avec une apparence de richesse, mais qui est seulement une apparence. Et le jour où on arrête de leur prêter, ils retombent encore plus bas que là où ils étaient avant de commencer. » (Paul Lacour, co-fondateur de Green Lotus)

Il remet ensuite en question la signification des chiffres avancés par les organismes de microfinance, en questionnant l'authenticité des impacts positifs générés. Selon lui, les mêmes indicateurs sont brandis *« depuis dix ans »*, sans réflexion sur leur signification :

---

[99] Pour rappel, nous avons montré plus haut comment la microfinance a pris ce tournant commercial, afin que les ONG qui autrefois prêtaient aux populations, deviennent des banques.

> « […] Mais finalement si y'a de l'impact, qu'est-ce qu'il est ? […] C'est pas suffisant de dire : 'j'ai 51 % de femmes' comme on disait depuis 10 ans et qu'on continue à dire aujourd'hui 20 ans après. Alors bon, t'as 51 % de femmes, ça veut dire quoi ? C'est mieux ? C'est moins bien ? Ça veut dire que t'es plus égal ? Ça veut dire que t'es moins égal ? Qu'est-ce que ça veut dire ? Et moi je l'avais vu, au Bangladesh où c'est 100 % de femmes. Pourquoi est-ce que c'est les femmes qui absorbent les crédits dans une société patriarcale, musulmane, etc. ? Simplement parce que monsieur travaille pendant que madame va à la micro-banque et puis madame, elle fait une micro-banque tous les matins, toutes les semaines, pour apporter ses 5-6 crédits à son époux qui bosse. Donc finalement, est-ce qu'on a véritablement créé *'free Muslim women around the world'* ? On a créé, […] en plus, une responsabilité double parce que c'est madame qui porte la casquette, c'est monsieur qui rate ou qui réussit le projet entrepreneurial. Donc voilà, de nouveau, tout une série de questionnements que je me suis faits, en disant : est-ce que si on continue, il faut pas continuer différemment ? » (Paul Lacour, co-fondateur de Green Lotus)

C'est sur la base de ce constat remettant en question le bien-fondé de la microfinance commerciale telle qu'elle a été pratiquée par l'industrie financière—et en l'occurrence, par lui-même à Genève—que Paul justifie son choix de fonder une autre entreprise, censée dépasser ces problèmes. Comme nous le voyons dans cet extrait, ce choix est certes motivé par la crise de la microfinance, mais aussi par la naissance du nouveau terme « impact investing », qui, comme nous l'avons souligné plus haut, a l'avantage d'être suffisamment ouvert pour relabelliser des activités existantes (comme Green Lotus ou Harmony l'ont fait), ou susciter des évolutions au sein de pratiques existantes (comme c'était le cas avec Lime). Ici, ces deux mécanismes sont combinés—relabelliser, *et* changer les pratiques à la marge :

> « Et puis […] le terme 'impact investing' était né, c'est […] je crois en 2008[100]. Donc c'était là, et puis […], mes collègues d'Harmony, je leur ai dit : 'il faut qu'on arrête de faire de la microfinance, de dire qu'on en fait. C'est-à-dire qu'on peut en faire—c'est définitivement continuer à en faire—, mais il faut qu'on change de terme, c'est-à-dire [utiliser] le terme 'impact investing', [qui est] plus inclusif et beaucoup plus ambitieux finalement, peut-être plus beau, plus noble, que simplement 'faire de la microfinance'. Donc il faut qu'on change, non pas de métier, mais qu'on change de terme et puis qu'on s'offre l'opportunité de voir ailleurs. » (Paul Lacour, co-fondateur de Green Lotus)

La logique de Paul est ainsi à la fois de relabelliser les pratiques existantes entachées par la crise de la microfinance, et développer d'autres produits, dépassant la simple inclusion financière, comme le proposait d'ailleurs Pierre-Luc d'Autane avec Lime. Comme pour Pierre-Luc d'Autane, cette proposition de Paul a échoué :

> « Et puis c'était mal reçu par mes collègues de l'époque, donc je me suis dit : 'bon ben, voilà, je relance un projet'. Et puis on a lancé 'Transform' avec deux piliers. Le premier pilier qui était vraiment l'*impact reporting* : systématiser l'*impact reporting*—alors on est parti sur un projet hyper ambitieux de système de collecte d'informations, *via* internet, comme on avait autant chez Green Lotus de données financières que chez Harmony. Et puis le deuxième pilier c'était le fonds d'investissement, où l'idée, c'était de faire principalement autre chose que de la microfinance. C'était l'objectif à la base, après ça s'est affiné. » (Paul Lacour, co-fondateur de Green Lotus)

[100] La date exacte est 2007.

Pour résumer, la promesse de Transform était triple : réfléchir davantage à la manière d'apporter la preuve de l'impact des investissements, se débarrasser de la catégorie « microfinance » entachée par les crises et les scandales, et étendre l'investissement à des produits qui ne visaient pas l'inclusion financière (par exemple, investir dans des entreprises à impact environnemental). Bref, comme nous l'avons déjà vu plus haut, cette nouvelle entreprise est notamment le fait d'une réaction à des risques et des opportunités externes affectant le champ global de la finance.

Mais là encore, cette réaction aux chocs exogènes s'appuie localement sur les mécanismes endogènes structurants déjà analysés, reposant essentiellement sur le dense tissu relationnel du microcosme de la finance genevoise. En effet, tout d'abord, c'est *via* son statut *incumbent* de la finance genevoise traditionnelle, et en particulier de multi-fondateur de firmes dans le sous-champ de l'impact investing que Paul lance ce nouveau projet, après le bilan des dix ans de Green Lotus et Harmony. Ensuite, le lancement de Transform a très concrètement bénéficié de l'apport financier et relationnel d'autres acteurs centraux du champ financier et des champs adjacents. En l'occurrence, l'un des autres acteurs présents dès la fondation de l'entreprise est Raphaël Brunner. Raphaël Brunner est l'héritier d'une grande famille d'industriels. L'entreprise Brunner, fondée en 1895 à Genève, et très connue dans la ville, est restée—comme les banques privées genevoises—sous le contrôle de la même famille durant presque toute son histoire. Raphaël Brunner, après des études en sciences de l'environnement, souhaite travailler dans le milieu de l'impact investing, et saisit l'opportunité de rejoindre Paul Lacour, grâce aux réseaux de connaissances de son influente famille :

> « J'étais allé faire ce Master au Pays-Bas en sciences de l'environnement et puis j'avais envie de travailler à l'étranger. C'était mon idée. Je voulais aller vivre quelques années dans un pays du Sud. Et j'étais intéressé par l'impact investing. J'en avais entendu parler parce que ma mère, à un dîner de mariage, un banquier à côté d'elle, lui a dit, 'ah mais, Raphaël il étudie les sciences de l'environnement, il devrait rencontrer un tel'. Et puis c'était Adrien Williams, ce 'un tel'. Et puis alors j'ai rencontré Adrien Williams[101]. Il m'a dit : 'ah mais si tu veux travailler à l'étranger, tu devrais rencontrer Paul Lacour'. Et c'est là que j'ai rencontré Paul. Et tout de suite, le courant est passé. On devait boire un café au Grütli[102], je me souviens. Et puis en fait on est resté une heure, une heure et demie, à discuter. Et puis après, il m'a tout de suite proposé de faire un stage pour travailler sur l'outil de *reporting* d'impact, enfin la méthodologie de *reporting* d'impact. C'est comme ça que j'ai commencé. Et puis après, de fil en aiguille, [je suis passé] de stagiaire à employé, à associé, à directeur exécutif. » (Raphaël Brunner, directeur exécutif, Transform)

C'est donc bien les réseaux de sa famille—en l'occurrence, un banquier lors d'un mariage—qui ont permis à Raphaël Brunner de rencontrer successivement ces acteurs influents de la finance genevoise, jusqu'à arriver à Paul Lacour. Raphaël Brunner revient dans l'entretien réalisé avec lui

[101] Adrien Williams est un autre acteur central de la finance genevoise. Nous revenons plus loin sur son cas et son rôle.
[102] Café à Genève.

sur le rôle de ces réseaux, et l'avantage relationnel et financier que son nom a représenté dans ce processus :

> « Ah, [ma famille], c'est clairement un atout. Je n'aurais pas pu, sans. […] C'est un atout dans le sens que déjà… rien que l'accès au capital. Au début, quand on a commencé, on a créé le fonds [de Transform] en 2011, j'en ai parlé à des membres de ma famille, puis ils m'ont dit : 'à notre assemblée générale, tu peux venir et présenter ton fonds'. Alors j'ai trouvé ça cool, ouais. Et il y a plusieurs cousins qui ont dit : 'ok on investit dans le fonds'. Et ça, c'était au départ, la moitié des trois millions et demi venait de ma famille. Et ça a été en augmentant, et puis moi aussi après j'ai aussi investi assez fortement. Donc aujourd'hui, j'ai un gros montant personnel investi dans le fonds. Donc [ça a été utile pour] l'accès au capital et puis aussi, on a dû réinvestir plusieurs fois aussi dans la SA[103] ; parce que l'entreprise perdait de l'argent au début. Et donc on a investi pas mal de capital dans la SA et aussi dans le fonds. Et puis encore après, quand on a fait ces changements en 2017-2018, on a décidé une *junior share class*[104], c'est comme une *first class*, en fait. Et là, j'avais prévu, moi, d'investir dedans et puis il y a plusieurs investisseurs qui m'ont [proposé d'investir]. […] J'ai accepté ceux qui étaient vraiment très proches, mes parents. Je leur ai dit : 'ok, si vous voulez, mais attention, vous pouvez tout perdre.' Et puis voilà, sans ça, ça aurait été difficile. Et puis, après pour rencontrer d'autres familles, c'est vrai que, quand on arrive en disant qu'on est Brunner, ça aide pour entrer dans ces réseaux, pour rencontrer d'autres familles, oui. » (Raphaël Brunner, directeur exécutif, Transform)

Ainsi, si Raphaël Brunner ne vient pas initialement de la finance genevoise, il appartient très clairement à des réseaux dotés en capitaux économique et social lui ayant à la fois ouvert la porte de ces milieux financiers et octroyé les ressources financières pour y prospérer. Rappelons à ce titre que le milieu très fermé des banques privées genevoises est loin d'être étranger à ces alliances entre élites[105] : des grandes familles de la finance genevoises s'allient aisément avec des grandes familles de l'industrie genevoise. Le cas de Raphaël Brunner est ainsi caractéristique de la densité et de l'endogénéité des élites bancaires de la ville.

En fin de compte, le cas de Transform donne à voir la manière dont des chocs exogènes sont là encore catalyseurs dans le développement de nouvelles activités, ensuite stabilisées et définies par les mécanismes endogènes du champ des élites financières genevoises, toujours très actives dans leur mise en place. Examinons à présent la dernière entreprise issue de ces évolutions de la microfinance genevoise et des réseaux internes qui en dessinent les contours : Regenae.

---

[103] Les investissements *« dans la SA »* réfèrent aux investissements dans l'entreprise Transform, alors que les investissements *« dans le fonds »* réfèrent à des investissements dans le fonds d'impact géré par Transform.

[104] Un fonds d'investissement peut être subdivisé en plusieurs classes d'investisseurs, chacun associé à un risque différent. Ainsi, une *junior class* concentre des investisseurs qui ne sont pas prioritaires pour le versement de dividendes ou pour le remboursement en cas de faillite. C'est donc une classe très risquée. Cette subdivision permet d'attirer des investisseurs plus averses au risque, puisque ce dernier n'est pas distribué également entre tous.

[105] Nous avons présenté cela dans la section sur les banques privées genevoises et leur rôle dans la ville.

Regenae, la rupture « militante » ou un énième incumbent *?*

La dernière entreprise qui s'inscrit dans l'héritage en mutation de la microfinance genevoise est Regenae. Également fondée en 2008, Regenae est un gestionnaire d'actif genevois d'impact investing. Elle est créée par Adrien Williams, qui, après une carrière internationale dans la finance conventionnelle, rejoint le noyau dur de l'écosystème financier genevois. En 1995, il devient gestionnaire d'actifs chez la banque privée Ramier (qui fait désormais partie de Lacour-Deschamps) puis il intègre, en 2002, FAC, devenant un collègue de Gaspard Leblanc. C'est au sein de FAC qu'il travaille sur l'idée d'un fonds à impact, et que Regenae naît de ce projet. Regenae se distingue en revanche de Lime et Transform, en ce sens qu'elle ne possède aucun produit de microfinance. Elle est exclusivement active sur les investissements en *private equity* dans les pays du Nord, avec une focalisation sur l'alimentation durable.[106] En choisissant cet axe, Regenae se détache finalement du modèle traditionnel de la microfinance, pour suivre des nouveaux *business models*, qui n'existaient, à l'époque, qu'à un stade embryonnaire. D'après Gaspard Leblanc, c'est cette dimension qui rend le projet *« radical »* et même *« militant »*, selon ses propres termes :

> « Tout ce qui est, je dirais, transition énergétique, énergie dite renouvelable, etc., tout ça, maintenant c'est du *mainstream*, mais au départ, nous, notre fonds de transition énergétique [à FAC], c'était militant. […] D'ailleurs, on l'avait appelé '*Renewable Energy*', ce qui est beaucoup plus militant que 'transition énergétique'. Maintenant, on lui a changé de nom. Mais dans d'autres domaines, très certainement, ça reste encore assez militant. Agriculture, comme Regenae, ça fait beaucoup de domaines qui restent, un peu, assez militants. » (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus et associé-gérant de FAC)

Selon Gaspard Leblanc, Adrien Williams avait ces ambitions militantes, avec cette stratégie dépassant la seule microfinance, là encore, en réaction à la crise financière : *« [Adrien Williams] a eu vraiment envie, après la crise financière, de faire un truc radical dans l'impact »* (Gaspard Leblanc). Pour autant, si Regenae semble se démarquer des acteurs centraux de la microfinance genevoise par ses ambitions initiales, cet éloignement n'est que conjoncturel. Gaspard Leblanc explique en effet que le projet porté par Regenae aurait pu émerger au sein même de FAC, et donc appartenir à ce même noyau dur ; mais il aurait été externalisé en raison de son ancrage dans des pratiques encore peu balisées à l'époque, et potentiellement risquées pour FAC. Il insiste sur le fait qu'un nouveau *« modèle d'affaires »* doit être *« prouvé »*, avant que *« les plus grands s'y intéressent »* :

> « On s'est dit : 'c'est mieux de faire ça de manière séparée plutôt que dans l'interne', parce que tout le monde s'y reconnaissait pas. […] Regenae, vous savez, Adrien Williams était mon associé, [à FAC], en fait, et puis, on a fait ça ensemble. Ils sont sortis parce que, nous [à FAC], on était pourtant petits, mais trop grands déjà pour pouvoir intégrer ce militantisme. » (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus et associé-gérant de FAC)

[106] Nous reviendrons dans le chapitre 2 sur les particularités des types d'investissements des différents gestionnaires d'actifs, et notamment sur les spécificités du *business model* de Regenae.

Nous reviendrons plus loin sur les particularités de Regenae dans le champ genevois de l'impact investing. Retenons pour le moment que cette entreprise répondait, au moment de sa création, au mouvement de fond d'éloignement à l'égard des pratiques de la microfinance, et d'inscription dans la catégorie plus large de l'impact investing, *via* le développement d'investissements dépassant l'inclusion financière, pour atteindre des secteurs comme l'énergie, le renouvelable ou encore l'agriculture. Pour autant, nous attirons ici encore l'attention sur le fait que ces évolutions, bien que parfois en rupture avec la tradition de la microfinance ancrée dans le paysage genevois, n'ont jamais eu lieu aux marges du champ financier. Bien au contraire, elles ont toujours été le résultat de l'initiative de certains de ses *incumbents*, et se sont appuyées sur les structures déjà existantes, que ce soit Green Lotus, Lacour-Deschamps, ou encore FAC.

b. Conséquences : de l'élargissement du *field frame*, à la diversification du champ

Au terme de l'analyse des premiers moments de l'émergence de l'impact investing à Genève, nous avons mis en évidence son ancrage fort dans les structures de la microfinance de la ville, ainsi que ses dynamiques de démarcation, *via* l'ouverture offerte par le concept permissif d'impact investing, et les crises globales affectant la légitimité des activités financières. Si la microfinance genevoise se caractérisait par un faible nombre d'acteurs, et une difficulté à former un champ en raison de son stade embryonnaire de développement, sa descendance directe, incarnée par les entreprises présentées dans la section précédente, constitue un espace social beaucoup plus complexe. Grâce à une utilisation malléable de la catégorie « impact investing », le *field frame* s'est élargi, pour intégrer diverses pratiques dépassant les seuls investissements en microfinance. Ainsi, ce champ octroie toujours à la microfinance classique un rôle à la fois fondateur et majoritaire, mais les diverses organisations qui le composent établissent des positionnements qui leur sont propres, en jouant sur le rapprochement ou la démarcation vis-à-vis des pratiques existantes. Le *field frame* était initialement construit autour de l'idée d'une aide apportée aux populations ou entreprises dans des pays défavorisés, *via* des investissements dans des institutions de microfinance sur place, inspiré par les enjeux de développement et la rupture avec la logique d'assistance. Les investissements visaient ainsi soit des individus, soit de petites entreprises. Or, il s'est progressivement élargi pour intégrer une myriade d'activités financières dépassant la microfinance, avec l'apparition de nouveaux termes cadrant différemment les objectifs des acteurs du champ : de l'inclusion financière, aux investissements écologiquement responsables, en passant par les enjeux d'accès à l'énergie… Ainsi, comme nous l'avons vu dans les événements relatés plus haut, ce *frame* élargi s'est construit *via* le

développement d'un vocabulaire nouveau autour du concept d'« impact », permettant des relabellisation et l'émergence d'entreprises proposant des pratiques nouvelles, à la fois sur le mode de l'innovation, de la démarcation, ou de la continuité avec des pratiques plus anciennes.

Si l'on ne peut certes pas réduire les dynamiques d'un champ à la sémantique que ses acteurs utilisent, nous avons observé dans le présent cas que la fonction sémantique, voire cosmétique, du terme « impact investing » a pu être cruciale dans les recompositions du champ associé (notamment *via* les phénomènes de relabellisation, en réaction aux chocs exogènes). Ainsi, nous soutenons que la structuration endogène de la microfinance, sa transition interne vers l'impact investing, puis sa constitution en champ d'action stratégique ont été davantage rendus possibles par une redéfinition des cadres sémantiques de l'espace social, que par une refondation de ses pratiques. Lorsque les pratiques ont été modifiées (par exemple en abandonnant la microfinance ou en se focalisant sur des approches alternatives de la finance durable), cela n'a eu lieu que dans un deuxième temps, consécutif à un premier enjeu de relabellisation et de recatégorisation des activités. Ces mutations douces du *field frame* initial, portées par des enjeux plus sémantiques que pratiques, ont ainsi permis à l'espace de la microfinance d'évoluer depuis l'intérieur de la finance traditionnelle de la ville, jusqu'à en devenir un sous-champ, sans que des acteurs externes n'aient besoin d'y apporter une nouvelle pratique, à proprement parler.

Fligstein et McAdam (2011) voient dans la déstabilisation des champs un phénomène étroitement lié à une perturbation venue de l'extérieur, alors que les *incumbents* ont un intérêt au maintien du *status quo*. Nous montrons que le lien étroit entre le nouveau champ de l'impact investing et son champ parent, celui de la finance traditionnelle minore le rôle de l'extériorité dans ce changement. En particulier, nous avons vu que les *incumbents* présentent beaucoup moins de réticence à celui-ci lorsqu'il se concentre sur des modifications sémantiques plus que pratiques. Ainsi, aux côtés des mécanismes de tuilages mis en évidence plus haut, nous proposons de voir dans les évolutions des catégories qui cadrent le champ à la fois le fruit *et* le moteur de sa structuration endogène, de son expansion et de sa stabilisation.

Les précédentes pages nous ont en effet permis de montrer que la constitution du champ de l'impact investing genevois à partir de l'espace de la microfinance a pu être menée à l'intérieur de cet espace et en lien étroit avec les espaces financiers traditionnels grâce à un recadrage discursif de la catégorie : des relabellisations répondant aux chocs exogènes, aux scissions et redéfinitions marginales des pratiques, la mise en retrait progressive du cadrage « microfinance » et l'imposition

de la catégorie « impact investing » ont été déterminantes dans la constitution et l'expansion du champ à partir de son noyau initial, et non pas de ses marges ou des champs adjacents. Nous proposons à présent de montrer comment cet élargissement du *field frame* a permis une dernière expansion du champ. Nous étudierons les modalités de l'élargissement de ce *field frame* et montrerons que ces évolutions constituent des opportunités pour de nouveaux acteurs, qui s'appuient sur cet élargissement et le renforcent en proposant des interprétations encore plus permissives du concept « impact investing ». Nous verrons notamment que cette interprétation permissive est rendue possible par une faible concurrence entre les acteurs du champ, qui optent davantage pour des coopérations.

i. De nouveaux acteurs et de nouvelles interprétations du concept

Au-delà de l'héritage issu des réseaux de la finance genevoise gravitant autour de Green Lotus, d'autres entreprises se sont greffées à l'écosystème d'impact à Genève, entre 2008 et la fin des années 2010. Ces nouveaux venus se sont saisis de la croissance du secteur et de cette catégorie en vogue pour développer de nouveaux modèles d'affaires. Nous chercherons à démontrer deux résultats : premièrement, que ce développement prend la forme d'un élargissement du *field frame*, permettant à des acteurs initialement éloignés de la microfinance genevoise de s'inscrire dans cet espace, et parfois en proposant des pratiques très différentes de celles qui étaient à l'origine du champ ; deuxièmement, que cette extension du *field frame* produit une diversification du champ, où les nouveaux entrants sont recrutés parmi des acteurs issus de la finance traditionnelle genevoise, faisant là encore des éléments endogènes de la finance de la ville un paramètre structurant. Nous observerons successivement les cas de trois *asset managers* offrant des produits dits d'impact : Omnis, Steelax et Hecate. Si nous en proposons ici une présentation succincte, les pratiques de ces différents acteurs seront davantage analysées dans le second chapitre de la thèse.

Élargissement du field frame *et nouveaux arrivants*

Omnis est une entreprise de gestion d'actifs à impact fondée en 2008 par Halder Pandey, déjà mentionné plus haut. Celui-ci dispose d'un parcours classique dans les départements de gestion de fortune de grandes banques suisses. À la différence des acteurs à l'origine des entreprises présentées dans les sections précédentes, Halder Pandey n'a pas créé Omnis en s'appuyant sur les fondations posées par Green Lotus—il n'était pas directement impliqué dans ces réseaux ; il répondait davantage à une demande qui lui avait été formulée au sein d'UBS, où il était employé :

> « La responsable du Family Office Group d'UBS, pour laquelle je travaillais en 2004, m'a demandé d'élaborer un projet permettant à UBS Wealth Management de développer une offre de services en matière de philanthropie et investissements sociaux comme le micro-crédit. Suite à la création de UBS Philanthropy Services, j'ai quitté UBS en 2007 pour établir Omnis en 2008, car je me suis rendu compte qu'il y avait à l'époque peu de produits d'investissements avec des rendements positifs et un impact social, économique et environnemental mesurable. Mon but était donc démonstratif : prouver que de tels portefeuilles pouvaient être constitués, et opérer à long terme et à grande échelle. A l'époque, UBS ne s'engageait pas sur le développement de produits financiers à moins de CHF 100 millions. C'est pourquoi j'ai quitté la banque pour créer le fonds Omnis + avec USD 6 millions, en 2009. » (Halder Pandey, CEO, Omnis, par email)

C'est à la suite des premiers développements de la microfinance qu'UBS cherche ainsi, en 2004, à développer sa propre offre d'investissements sociaux, ce qui pousse finalement Halder Pandey à lancer son propre projet avec Omnis. Il développe alors des produits finalement très proches de ce qui se fait déjà à Green Lotus ou au sein des autres entreprises de microfinance, tout en prenant le virage de la diversification, puisque les bénéficiaires des investissements ne sont pas uniquement des institutions de microfinance :

> « Les bénéficiaires sont des PMEs basées en Amérique Latin et en Afrique. Ces entreprises sont très diverses en termes de domaines et de de situation géographique. 25% des entreprises opèrent dans le secteur alimentaire, 15% dans l'agriculture, 17% dans la microfinance, 8% dans la fintech, 15% dans les énergies renouvelables. Le portefeuille d'investissements comprend des entreprises au Kenya, en Uganda, au Rwanda, en Équateur, au Pérou, au Mexique, et en Colombie, principalement. » (Halder Pandey, CEO, Omnis, par email)

En somme, le cas d'Omnis montre que, au-delà des cercles très fermés des banquiers privés qui ont implanté la microfinance à Genève, de plus grands groupes se sont également rapidement penchés sur les opportunités de ce secteur, donnant lieu à des initiatives individuelles, comme celle de Halder Pandey.

Le deuxième *asset manager*, Steelax Capital, est fondé en 2003, initialement comme CTA (*commodity trading advisor*), c'est-à-dire un conseiller dans les contrats à terme de matières premières. Ce n'est qu'à mesure que le *field frame* de la microfinance a transitionné vers des modèles d'investissements dits à impact que Steelax a commencé à intégrer, en particulier depuis 2008, des dimensions environnementales et sociales à son activité, comme nous l'indique la responsable de la communication de l'entreprise, par email :

> « À partir de décembre 2008, Steelax a un focus exclusif sur les stratégies ayant comme partie intégrante l'aspect de biais éthique (comme défini à l'époque) volontaire :
> 1. d'aucune externalité négative sur la sécurité alimentaire, l'environnement et la population (ce qui est devenu ES), et
> 2. au moins 1 externalité positive sur l'environnement, la sécurité alimentaire, la lutte contre la pauvreté par la génération de richesse localement, et l'amélioration des conditions de travail ainsi que l'égalité homme/femme (ce qui est devenu Impact), et
> 3. en sus de la Corporate Governance étant qualifiante qu'avec des pratiques économiques / droit du travail y adhérent (ce qui est devenu le G de ESG).

> L'équipe actuelle provient majoritairement des acteurs dans les chaines de valeur agricoles dans les marchés émergeants et internationaux (négoce, finance/banque, opération, logistique, industrie et assurance). » (Échange avec Steelax, par email)

Steelax est ainsi un autre cas d'expansion du champ de la microfinance (puis de l'impact investing), démontrant que des acteurs initialement positionnés sur des marchés de finance conventionnelle ont reconverti leurs activités juste après l'émergence et l'appropriation progressive du concept d'impact investing, dans les années suivant sa création en 2007.

Le troisième *asset manager* auquel nous nous intéressons ici est Hecate. Fondée en 2018, Hecate est une société dont l'actionnaire majoritaire, et acteur à l'origine de sa fondation, est la banque privée genevoise Lamy, qui souhaitait développer une stratégie d'impact, tout en compartimentant ses activités classiques et cette nouvelle stratégie, comme l'indique Caroline Dubas en entretien, employée d'Hecate :

> « Hecate a été créée, il y a deux ans, avec comme objectif effectivement de créer des solutions d'investissement à impact. […] Donc il y avait pas d'autre velléité, on va dire... de développer d'autres stratégies [non impact au sein d'Hecate]. On a—peut-être juste pour l'anecdote—on a un actionnaire majoritaire qui est une banque, qui est la banque Lamy, mais on est complètement indépendants. Et en fait, l'idée c'était effectivement pour eux de développer une unité qui n'avait pas tout d'un coup des conflits d'intérêts, ou en tout cas un double discours par rapport à un certain nombre de choses que la finance traditionnelle[107] serait toujours en train de financer et tout d'un coup Hecate qui devient, voilà, très vocal sur certaines choses qu'elle souhaite... dans lesquelles elle souhaite investir. Donc le fait qu'on soit indépendant, une unité entièrement dédiée, nous permet justement d'être très stricts, en tout cas dans la manière dont on définit l'impact. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

Dans le même temps, Hecate se dote d'acteurs du premier noyau dur de la microfinance. En effet, Hecate emploie, comme Managing Director, Lorenzo Corazza, cofondateur d'Harmony en 2005.[108] Lamy apparaît donc comme un autre exemple de contagion du terme « impact investing » hors des espaces qui ont initialement soutenu son développement dans la ville, mais tout en prenant appui sur ces derniers. En lançant cette nouvelle entreprise, Lamy utilise une catégorie dont l'implantation est déjà réalisée dans le champ, sans adopter de pratiques trop contraignantes qui trancheraient avec ses activités habituelles. En effet, bien que les employés d'Hecate défendent une rupture nette entre leur pratique et celle de la finance conventionnelle, l'entreprise fait le choix d'une approche d'investissement très accessible et liquide. Autrement dit, alors que les précédentes entreprises sont plutôt actives sur les marchés privés, Hecate échange sur les marchés cotés et, ainsi, vise des

[107] Dans les échanges avec les enquêtés, comme ici, « finance traditionnelle » peut signifier « finance conventionnelle », c'est-à-dire, les activités financières qui ne sont pas tournées vers la prise en compte d'enjeux sociaux ou environnementaux.

[108] Lorenzo Corazza quitte Hecate en mai 2021 et lance en avril 2022 une nouvelle entreprise d'investissement à impact active en *venture capital*. Il s'agit d'un exemple supplémentaire d'expansion du champ à partir de sa base initiale.

investissements dans des entreprises de taille beaucoup plus grande, avec des possibilités d'*exit* simplifiées et un faible engagement de moyen-long terme.[109] En somme, Hecate est l'exemple paroxystique de l'élargissement du *field frame* et de ses conséquences sur l'évolution de la composition du champ : à mesure que de nouvelles interprétations de l'impact investing sont produites, on assiste à la fois à un éloignement du sens initial de la catégorie et au développement de pratiques se rapprochant de ce qui peut être fait dans la finance conventionnelle, menant à une pratique de l'impact investing très diluée. Gaspard Leblanc, qui a assisté à l'ensemble de ces évolutions du champ, reprend lui-même cette notion de dilution, retraçant les processus conduisant les plus gros acteurs à *« récupérer »* le concept d'impact investing, à peu de frais :

> « D'abord, ça les énerve [de voir ces évolutions de la finance]. Et puis après ils se disent : 'comment je vais pouvoir récupérer ça pour diluer… et puis que ça me coûte le moins cher possible ? Et puis l'impact je m'en fous un petit peu'. Très clairement, je dirais que c'est ça. Donc ça commence militant, dans différentes poches, et puis après, pouf, ça se dilue. » (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus et associé-gérant de FAC)

Notons cependant que ces évolutions ne sont pas à sens unique. Ainsi, Hecate, supporté par Lamy, a signé très récemment, à l'été 2022, l'absorption d'un *asset manager* bernois, Straviam, spécialisé dans la microfinance. D'après la direction d'Hecate, cela permettra d'ajouter, aux stratégies cotées, *« des stratégies privées sur les marchés émergents »*[110], beaucoup plus caractéristiques de la microfinance telle qu'elle était initialement pratiquée. Comme ces évolutions ont pris place nettement après notre collecte de données de terrain, nous ne pouvons proposer une analyse poussée de leurs conséquences[111]. Cependant, elles nous permettent d'attirer l'attention sur le fait que ces acteurs plus proches de la finance conventionnelle cherchent aussi à légitimer leurs pratiques (s'appuyant sur un élargissement du *field frame*) en s'accompagnant d'organisations plus anciennement installées.

Avec ces trois exemples, nous avons donc montré comment l'élargissement du *field frame*, en plusieurs étapes que nous avons présentées[112], s'accompagne d'une expansion du champ de l'impact investing genevois vers des acteurs qui ne sont pas directement liés à son noyau dur, et d'une dilution des pratiques qui y ont lieu. Pour autant, ces derniers restent des *incumbents* de la finance traditionnelle de la ville, puisqu'ils disposent systématiquement d'un ancrage dans certaines de ses institutions centrales, notamment UBS, ou Lamy. L'élargissement du *field frame* et l'expansion du champ qui lui est associée n'ont donc pas lieu *via* un déplacement vers l'extérieur, mais par un

[109] Nous revenons sur ces enjeux pratiques dans le deuxième chapitre empirique.
[110] Indiqué dans une prise de parole de la direction d'Hecate dans la presse suisse.
[111] À ce titre, les pratiques d'Hecate, seront, dans l'ensemble de la thèse, examinées pour ce qu'elles étaient avant cette absorption.
[112] De la microfinance à l'impact investing, puis de l'impact investing à une définition large de ce dernier, incluant notamment la finance cotée, c'est-à-dire des investissements dans des entreprises de plus grande taille, listées sur les marchés financiers.

recrutement à l'intérieur du champ financier genevois, conservant ainsi d'importantes propriétés d'endogénéité et d'autonomie.

La manipulation aisée d'un frame *élargi*

Si l'élargissement du *field frame* favorise l'arrivée de nouveaux entrants dans le champ, il permet aussi au concept d'être utilisé et manipulé plus librement par les acteurs qui y sont déjà installés. Cette manipulation est ainsi à l'œuvre à la fois chez des acteurs de la finance classique que chez des organisations initialement pionnières en microfinance.

En ce qui concerne les premières, depuis une dizaine d'années, le terme « impact investing » s'est largement répandu dans les publicités d'un grand nombre d'organisations de finance conventionnelle à Genève. Pour autant, ces derniers manipulent aisément, depuis la diffusion et la dilution du concept d'impact investing, les mêmes concepts que les organisations constituant le cœur du champ. Par exemple, la grande banque UBS, ou encore UBP, utilisent, dans leurs documents de communication récents, ce même terme, pour désigner certaines de leurs stratégies dites durables. UBS est ainsi la première banque (alors que les autres acteurs sont surtout des *asset managers*) à lancer un fonds labellisé « impact investing », en 2013, visant des investissements dans des pays émergents[113]. De son côté, UBP lance en 2018 une stratégie d'investissement dite à impact, focalisée sur des entreprises cotées en bourse, s'engageant à respecter certains critères sociaux et environnementaux[114]. Lacour-Deschamps, banque privée qui a en partie financé la fondation de Green Lotus, a aussi, surtout depuis 2017, multiplié les initiatives dites d' « impact », avec un fonds en microfinance, mais aussi et surtout des stratégies d'impact investing cotées, qui sont, d'après Odile Varga, la responsable durabilité à Lacour-Deschamps, *« une nécessité absolue »* pour amener l'impact dans un *« univers d'investissement »* beaucoup plus large. De la même manière, d'autres banques, notamment privées, et d'autres *asset managers* à Genève proposent, au sein de leurs produits, quelques offres dites à impact.

L'introduction d'acteurs issus de la finance conventionnelle dans le *field frame* de l'impact investing génère certaines réactions critiques de la part d'acteurs plus pionniers. Dans le cas d'UBS, notamment, plusieurs de nos enquêtés issus du noyau dur du champ de l'impact investing genevois

113 https://www.agefi.fr/asset-management/actualites/ubs-lance-son-premier-fonds-dimpact-investing (dernière consultation le 17.06.2024)
114 https://www.allnews.ch/content/corporate/l'ubp-enrichit-sa-gamme-de-solutions-dinvestissement (dernière consultation le 17.06.2024)

émettent des doutes sur le sérieux et la *« sincérité »* de ces approches, souvent soupçonnées d' *« impact washing »* :

> « Je pense qu'il peut y avoir chez UBS ou d'autres des fonds d'impact investing sincères. D'accord. Pourquoi pas ? Maintenant est-ce qu'UBS, par ce fait-là [compensent] 99% des choses qu'ils ne font pas bien ? Non. Donc si tu veux... moi je ne jette pas la pierre. […] Maintenant, ce que je ne supporte pas, c'est que des gens viennent en disant, 'oui, *Save the Planet*' mais quand tu creuses un peu, ce qu'ils font avec les fonds c'est de l'impact mais que c'est pas de l'impact, ça s'appelle du *greenwashing* ou du *socialwashing* et ça, c'est insupportable. Parce que non seulement c'est mentir aux gens mais c'est aussi jeter un discrédit sur tout un secteur d'activité qui lui est *genuine*, est sincère. » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus)

Pour autant, nous n'avons pas rencontré de telles critiques à l'égard de Lacour-Deschamps, qui est au contraire surtout décrit comme *la* banque privée qui a financé Green Lotus. Nous reviendrons plus en détail dans le chapitre 2 sur les implications morales que peut avoir la grande variabilité des pratiques de l'impact investing, en particulier dans la manière dont celles-ci sont évaluées et entreprises. Mais sans entrer dans ces détails, remarquons que l'élargissement du *field frame* de l'impact investing se manifeste également en atteignant des entreprises initialement éloignées de ces préoccupations et occupant un segment très généraliste du marché. Autrement dit, ces entreprises issues de la finance conventionnelle viennent challenger ce qui était initialement la microfinance, et suscitent l'animosité des acteurs plus ancrés qui revendiquent une sincérité plus grande de leur démarche.

En étant caractéristiques de l'expansion du champ et du *field frame*, ces acteurs traditionnels qui utilisent la terminologie de l'impact pourraient être considérés comme des participants d'un champ « étendu » de l'impact investing, et s'ajouteraient ainsi aux huit organisations focalisées sur des pratiques labellisées « à impact » dont nous avons décrit l'émergence dans cette partie (Green Lotus, Harmony, Lime, Transform, Omnis, Steelax, Regenae, Hecate). On pourrait notamment envisager l'ajout de quelques petits *asset managers* possédant un ou des fonds à impacts parmi d'autres produits. Ce champ élargi est visible sur le site de l'association Sustainable Finance Geneva, sur laquelle nous revenons plus bas, qui répertorie tous les acteurs en lien avec la finance dite durable. Toutefois, en consultant ces visualisations du grand champ de la finance durable (*cf. Fig. 6*, à toutes fins utiles), nous notons que :

1. La majorité des organisations répertoriées ne revendiquent pas une approche à « impact », mais parfois simplement des pratiques ISR ou ESG, ce qui les exclut du *scope* de notre étude ;
2. L'essentiel des banques ou *asset managers* répertoriés (petits groupes ou grandes banques) ne sont pas exclusivement positionnés sur une stratégie d'impact et proposent aussi des produits de finance conventionnelle ;

3. Plusieurs de ces organisations ont développé une offre « durable » au cours ou à la fin de notre enquête, et ne faisaient ainsi pas partie de notre étude au moment où nous la réalisions ;
4. Plusieurs de ces organisations ne sont pas basées à Genève, mais dans d'autres villes de Suisse, notamment Zurich.

Finalement, en prenant en compte ces observations, le champ resserré des organisations de notre étude se concentre bien autour des huit organisations présentées dans ce chapitre.



Figure 6 — Cartographie des acteurs économiques en "finance durable", site web de Sustainable Finance Geneva

N.B : Un flou a été ajouté pour limiter l'identification de certaines organisations. Chaque petite sphère représente une organisation. Celles qui sont rattachées au cercle jaune du haut sont des banques, celles qui sont rattachées à celui du bas sont des *asset managers*.

Cependant, pourquoi ne pas étudier ce que nous nommons le « champ élargi » de l'imapact investing genevois ? Bien que cette analyse élargie puisse permettre l'observation de relations inter-organisationnelles plus complexes, nous choisissons de nous concentrer sur les huit entreprises constituant le cœur de la finance d'impact à Genève, et ce, pour plusieurs raisons. D'abord, il est courant que les produits d'impact développés par ces acteurs voient leur gestion déléguée à d'autres entreprises spécialisées. Par exemple, le fonds d'impact d'UBS lancé en 2013 est en réalité géré par l'*asset manager* de microfinance Straviam, basé à Berne, et, comme nous le verrons, d'autres produits d'UBS sont le résultat de partenariats avec Harmony. Il nous paraît ainsi plus utile de nous focaliser sur les acteurs qui font le cœur de ce champ, sont à l'origine, et permettent ces initiatives des plus grands acteurs qui s'en saisissent *a posteriori*. Ensuite, sur le plan méthodologique, et compte tenu

de nos objectifs d'analyse mésosociale, il est plus pertinent de nous focaliser sur des acteurs dont l'activité est entièrement tournée vers l'impact, et dont nous pouvons suivre au plus près les évolutions, plutôt que sur des initiatives ponctuelles au sein de ces grands groupes. De plus, il n'est pas aisé d'obtenir des entretiens auprès de ces groupes, qui nous redirigent généralement vers les responsables marketing et communication. Ainsi, sans nier le rôle joué par ces acteurs traditionnels dans le champ et dans ses évolutions, nous faisons le choix de proposer une analyse fine de celui-ci en nous focalisant prioritairement sur les organisations qui en constituent le cœur—c'est-à-dire qui ne pratiquent *que* l'impact investing—et dont une étude approfondie est possible sur le plan méthodologique. Enfin, dans la perspective de l'étude d'un champ, nous pensons plus pertinent d'examiner un espace qui ne regroupe pas seulement des acteurs qui ont des pratiques ou des vocabulaires similaires, mais aussi qui partagent des liens relationnels, idéologiques, voire téléologiques. Comme nous l'avons vu dans ce chapitre, les huit organisations présentées dessinent un espace social caractérisé par une densité élevée de liens relationnels et économiques. De plus, cet espace est cimenté par des coparticipations de ces acteurs spécifiques à des événements qui vantent et soutiennent son développement et sa cohérence. Ce soutien et cette stabilisation du champ passent aussi par la présence de ses acteurs dans des associations. Pour ces raisons, il nous paraît plus adéquat de cibler, dans notre analyse, de tels acteurs, afin de mieux rendre compte des dynamiques de champ, plutôt que de décrire une pratique, un vocabulaire, ou une classe d'actifs.

Pour revenir aux évolutions du *field frame*, notons aussi que son élargissement a un effet sur la manière dont le terme est utilisé par les acteurs initiaux du champ. Par exemple, si la stratégie de Green Lotus a été construite sur le microcrédit, puis des investissements privés en microfinance, celle-ci a évolué pour intégrer des investissements hors microfinance, et même dans des entreprises cotées, comme l'indique l'un des récents rapports de l'entreprise.[115] Ainsi, même les acteurs pionniers du champ de l'impact investing ont vu leur stratégie évoluer dans le processus d'élargissement du *field frame*, donnant lieu à l'utilisation du terme pour désigner des approches très éloignées de celles qu'elles défendaient une dizaine d'années auparavant, et se rapprochant nettement de produits proposés par la finance classique.[116]

En somme, après l'évolution du *field frame* « microfinance » et sa transition vers celui d' « impact investing », divers mécanismes de modification du cadrage du champ peuvent être mis en évidence, à partir des cas examinés ci-dessus. Premièrement, l'utilisation d'un terme plus large étend le *frame*

[115] Rapport d'impact, Green Lotus, 2019.
[116] Nous reviendrons dans le chapitre 2 sur le débat autour des enjeux d'investissements privés *vs* investissements cotés.

du champ et autorise davantage d'acteurs à se saisir des catégories qui lui sont attachées, parfois hors du noyau initial de celui-ci, mais toujours parmi les des individus issus de la finance traditionnelle genevoise[117]. Deuxièmement, cette diversification du champ et ces évolutions sémantiques incitent et permettent à encore plus d'acteurs de la finance conventionnelle de l'employer dans leur propre communication officielle, malgré les critiques plus ou moins tacites, exprimées par les autres organisations à leur encontre. Troisièmement, ce processus de dilution pratique et d'élargissement sémantique s'accompagne d'une évolution de l'offre des acteurs pionniers du champ, suivant eux aussi cette stratégie d'ouverture, et offrant, pour certains d'entre eux, des produits de plus en plus proches de ceux proposés par la finance classique.

Néanmoins, insistons à nouveau sur le fait que ces évolutions reposent essentiellement sur le recrutement d'acteurs issus de la finance traditionnelle genevoise (et pas de champs extérieurs), malgré les divergences d'approches et d'interprétations qui peuvent séparer les différents acteurs qui les composent. Justement, nous verrons dans la prochaine section que, malgré cette diversification du champ de l'impact investing, celui-ci conserve d'importantes propriétés d'endogénéité, dans la mesure où des interdépendances unissent le noyau dur des débuts de la microfinance genevoise avec les nouveaux entrants, selon de fortes logiques de coopération.

ii. Interdépendances, coopération et maintien de l'endogénéité

Malgré l'élargissement du *field frame* et les recompositions du champ, ce dernier reste organisé autour d'interdépendances qui permettent à la coopération des acteurs de primer sur la concurrence. Si la sociologie économique a largement mis en évidence que la concurrence joue un rôle majeur dans la coordination au sein des marchés (Beckert, 2009), certains espaces marchands possèdent une organisation basée sur des formes de coopérations fortes (Coleman, 1988 ; Granovetter, 1985). Uzzi (1996) montre notamment que l'encastrement d'acteurs économiques dans des réseaux relationnels denses et leur coopération peut offrir des gains économiques plus importants que dans une situation de concurrence totale. Dans notre cas, cette coopération semble offrir aux acteurs une certaine liberté dans la définition de leurs activités, et donc, limite les contraintes qui leurs sont appliquées. Nous verrons donc comment ces mécanismes de coopération et interdépendances

[117] Quelques exceptions existent. Par exemple, la notion d'impact investing à Genève a également, plus tardivement, irrigué certaines initiatives impliquant des acteurs publics. C'est par exemple le cas du Green Bond et de l'*Humanitarian Impact Bond*. Les deux projets, lancés en 2017, fonctionnent sur un modèle similaire à celui des *Social Impact Bonds* (*cf. supra*) : des emprunts lancés par des organismes publics ou la puissance publique, financés par le privé, et rémunérés à la hauteur de l'impact social et/ou environnemental généré. Ces deux projets sont cependant restés à des stades expérimentaux, et ne se sont pas développés davantage, ni n'ont été répliqués par la suite.

permettent aux divers participants de poursuivre leur propre interprétation de la catégorie « impact investing », sans s'attirer les foudres des autres acteurs du champ, malgré des désaccords et des divisions.

La relation entre Regenae et Steelax constitue un premier exemple de ces interdépendances au sein du champ. Comme nous l'avons vu, Steelax s'est approprié la catégorie « impact investing » bien après sa création, alors que Regenae avait initialement été fondée dans une logique *« militante »* selon Gaspard Leblanc, ou, en tout cas, avec l'intention de dépasser le modèle classique de la microfinance. Dans cette conversion de Steelax vers l'impact investing, l'entreprise fait appel en 2016 aux services d'évaluation d'impact de Regenae, afin de générer des mesures plus précises et efficaces :

> "Geneva based investment managers Steelax and Regenae have entered into a partnership on impact investing. Regenae, a specialist in social and environmental finance, will provide Steelax with strategic evaluation required to effectively drive, assess and report on the impacts generated by its investment on local commodity value chains and their stakeholders in emerging markets.
> 'Our investment strategy has adhered to strict sustainability principles from the very beginning, since the launch of our first fund in August 2006', explains […] the CEO of Steelax. 'On-boarding Regenae's impact methodology will enable us to materialise the tangible impacts that our investors' capital generates throughout underserviced emerging market economies which suffer from an increasing capital deficit'.
> Jules Baum and Adrien Williams, Managing Partners of Regenae, added 'Thanks to its innovative financing mechanisms, Steelax is uniquely positioned to become a key actor in the acceleration toward a sustainable agriculture and food value chain. As investors, we believe that the impact approach that the partnership will put into practice will generate more efficient, relevant and forward looking output for investment decisions'." (Communiqué de presse Steelax/Regenae, 30 novembre 2016)

Cet exemple montre que les entrées successives des acteurs dans le champ de l'impact investing genevois, selon des modalités et *backgrounds* différents, n'impliquent pas nécessairement une lutte pour le contrôle de la définition des normes de ce dernier. Le processus de dilution et d'élargissement constitue en effet une structure d'opportunité (McAdam, McCarthy et Zald, 1996) pour des acteurs déjà installés dans le champ, qui sont alors en mesure d'offrir leurs services aux nouveaux entrants. Ainsi, l'arrivée de ces derniers n'entraine pas de luttes, dans la mesure où ceux qui sont ici des *challengers*, sont, au sein de la finance traditionnelle genevoise, liés à des *incumbents*, ce qui leur octroie une certaine légitimité, car l'impact investing a émergé comme un sous-champ de cette finance traditionnelle. De plus, comme nous l'avons montré, les interactions entre pionniers et nouveaux entrants fonctionnent davantage sur le mode de la coopération que sur celui de la concurrence. Par conséquent, leur arrivée ne se fait pas sur le mode de ce qui pourrait être la déstabilisation d'une cause—ce qu'on observerait plutôt dans une situation de mouvement social, et de l'évolution d'un espace de la cause (Bereni, 2007, 2009)—mais sur celui de l'émergence d'une nouvelle opportunité économique.

Ainsi, même parmi les acteurs les plus anciens du champ, et ayant fait leurs armes dans la microfinance, certains organisent leur modèle économique autour de ce statut de fournisseur de services à de plus grandes structures externes au noyau dur de la microfinance/de l'impact investing. C'est le cas d'Harmony, dont nous avions vu plus haut qu'il offrait ses services notamment à Lacour-Deschamps et UBS. Lorsque nous demandons à un analyste d'Harmony s'il est important que l'entreprise fournisse ses services à des clients fondamentalement impliqués et intéressés par l'impact final, il témoigne d'une grande ouverture à l'égard de clients qui *« auraient des contraintes »* de rendement plus forts, comme UBS :

> « Si vous voulez, même si j'ai un client qui ne me parle pas [d'impact], c'est pas grave. […] Je comprends que les clients ont des contraintes propres, en tout cas, mes clients. Ils ont des objectifs de rendement. C'est pas eux qui ne veulent pas parler de ça, c'est qu'ils ont aussi leurs propres contraintes et après […], on a aussi d'autres mandats. On a un mandat, par exemple, avec UBS, c'étaient des clients privés et on fait un rapport d'impact chaque année. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Il n'y a donc pas, *a priori*, de réticence forte, chez les acteurs le plus *seniors* du champ, à s'accommoder de cet élargissement du *field frame*. Ils ont davantage tendance à s'en servir et à en faire une opportunité d'offrir leurs services, y compris à des groupes peu impliqués par ailleurs dans les développements en finance durable.

Enfin, nous prendrons un dernier exemple ; celui de la relation entre Transform et Lacour-Deschamps. Bien que Paul Lacour minimise, dans son discours, le rôle de l'entreprise familiale dans son parcours et le lancement des firmes dont il a été à l'origine, Raphaël Brunner, de Transform, nous rappelle le poids que représente la banque privée dans le fonds de l'entreprise :

> « [Dans nos investisseurs], il y a une bonne partie d'individus mais il y a aussi des institutionnels. Il y a aussi un fonds de fonds, de Lacour-Deschamps, qui investit chez nous. C'est le plus gros investisseur institutionnel. Ils ont 7 millions. Il y a un gérant qui investit l'argent de ces clients. On en a plusieurs des gérants comme ça. Il y a des fondations. Quelques-unes, mais vraiment très peu. C'est des tout petits tickets. Et puis surtout des individus et des *Family Offices*. » (Raphaël Brunner, directeur exécutif, Transform)

Il est important de noter ainsi que Lacour-Deschamps est le plus gros investisseur institutionnel de Transform : malgré les recompositions et scissions au sein du noyau dur de l'impact genevois, constitué essentiellement autour de Green Lotus et des banques privées, l'interdépendance économique entre ces acteurs reste particulièrement forte.

Ces trois exemples d'interdépendance nous permettent de tirer deux conclusions supplémentaires : 1) l'extension du champ et la dilution de ses pratiques ne font pas l'objet d'une lutte pour le contrôle des règles de celui-ci, mais créent surtout une nouvelle structure d'opportunité marchande permettant à des acteurs d'offrir leurs services à d'autres ; 2) malgré les scissions et recompositions

du champ, des interdépendances économiques fortes persistent entre les différentes organisations qui le composent. Cette double conclusion nous permet d'affirmer que les mécanismes d'évolution, d'expansion et de dilution du champ et du *field frame* de l'impact investing à Genève reposent fortement sur—et stabilisent—ses propriétés d'endogénéité, c'est-à-dire son emboîtement dans le champ parent de la finance traditionnelle de la ville et son ancrage dans les cercles d'acteurs issus de celui-ci et transitant occasionnellement vers la finance d'impact.

Pour autant, en tant qu'activité transnationale, la finance ne peut pas être observée uniquement en vase clos. Quand nous parlons de la dimension structurante des mécanismes d'endogénéité, nous n'affirmons pas que ces activités n'ont aucune dépendance à l'égard de l'extérieur. Par exemple, les gestionnaires d'actifs en impact investing à Genève ont généralement leurs fonds sécurisés dans des banques dépositaires en dehors de la Suisse, essentiellement au Luxembourg, pour les avantages régulatoires et fiscaux offerts par ce territoire. De manière similaire, certains acteurs lancent des fonds cogérés par d'autres établissements bancaires, comme Regenae, qui travaille avec la banque Janssens, en Belgique, qui leur permet d'accéder à d'autres clients, comme nous l'indique Clothilde Heger, employée de Regenae :

> « Après, nous on travaille la banque Janssens pour notre fonds, donc on passe aussi par les clients de la banque Janssens. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

De plus, à mesure que le champ de l'impact investing genevois s'est structuré, stabilisé, et étendu, de nouveaux acteurs externes y ont investi des ressources. Le cas le plus marquant est celui du rachat, en 2019, de Green Lotus par Richters, qui est un groupe multinational de gestion d'actifs basé au Royaume-Uni. Fondé il y a plus de 50 ans, Richters est une entreprise massive de finance conventionnelle, totalisant en 2023, plus de 700 milliards de livres sterling d'actifs sous gestion, qui en font l'un des acteurs financiers les plus influents du monde. Ici encore, l'élargissement du *field frame* initial semble avoir incité Richters à saisir la catégorie impact investing, *via* Green Lotus. Gaspard Leblanc insiste ainsi sur le fait qu'en devenant plus qu'un *« niche »* l'impact investing genevois a convaincu le géant britannique de la gestion d'actif :

> « Petit à petit [l'impact investing] est en train, je pense, de se mettre en route, mais il faut des énormes moyens, et c'est pour ça qu'on a décidé de vendre Green Lotus. Parce qu'on s'est dit : 'il faut vraiment donner l'exemple et montrer que l'impact investing c'est pas une petite niche gentille, jolie, mais ça peut devenir mainstream'. Et Richters a compris ça, et ils le veulent, et ils ont décidé : 'on prend Green Lotus parce que voilà, on gagne 25 ans, et puis on veut devenir les leaders mondiaux de l'impact investing, infrastructure, énergie, éducation, etc. Il y a une multitude de choses à faire, mais c'est jamais très facile de le faire en tant que petite boutique, pour aussi des raisons de taille. » (Gaspard Leblanc, co-fondateur de Green Lotus, associé-gérant de FAC)

Ainsi, là encore, les facteurs exogènes jouent un rôle catalyseur dans des activités structurées à l'intérieur du champ genevois. Gaspard Leblanc parle ainsi de Green Lotus comme d'un *« accélérateur »*.

Ces éléments nous montrent que, bien que de nombreuses interdépendances garantissent les coopérations au sein du champ genevois, des éléments de coopération avec des acteurs exogènes jouent un rôle propulseur chez certains de ces acteurs, leur permettant de grandir en taille et en influence.[118]

IV. Conclusion : la stabilisation du champ et de son endogénéité

Ce premier chapitre permet d'observer les conditions d'émergence de l'impact investing à Genève. En s'appuyant sur les caractéristiques fondatrices du secteur financier de la ville, il offre une analyse des mécaniques internes et externes menant à la stabilisation de ce nouveau champ et de son *field frame*. Notre approche propose de prendre au sérieux la complémentarité des mécanismes endogènes et exogènes permettant ce processus. Les particularités du cas genevois montrent que les logiques endogènes du champ financier traditionnel de la ville jouent un rôle structurant dans l'émergence de la microfinance, et sa transition progressive vers un champ stabilisé de l'impact investing. En tant que sous-champ du champ de la finance traditionnelle genevoise, l'impact investing à Genève se voit peuplé d'acteurs issus de cette finance traditionnelle et organisé par les principes d'endogénéité de celle-ci. La combinaison de *skilled social actors*, de réseaux relationnels denses et ressources internes solides, de modes de coordination marchande basés sur la coopération, et d'un *field frame* élargi et malléable permet de montrer que les structures du (sous-) champ de l'impact investing ont façonné et sont façonnées à l'intérieur des réseaux financiers traditionnels genevois. Bien sûr, des mécaniques exogènes y jouent également un rôle ; nous avons montré que celui-ci est souvent plus catalyseur que structurant. Des acteurs, initiatives ou chocs externes tendent à propulser, favoriser ou soutenir des mutations ; mais le champ reste géré et organisé selon des logiques essentiellement internes au champ parent de la finance traditionnelle de la ville (rôle prépondérant des banques privées, entreprises dirigées par des acteurs internes au champ financier genevois, primat du rôle des acteurs financiers sur les acteurs externes comme l'ONU…). Ce résultat a une double importance. Premièrement, il enrichit la littérature sur les marchés moralisés, présentée plus haut, qui examine peu les conditions d'émergence interne de ces marchés, et se focalise davantage sur les pressions exercées depuis l'extérieur. Ainsi, ce chapitre

[118] Nous reviendrons dans le chapitre 2 sur certaines conséquences pratiques du rachat de Green Lotus par Richters.

met en évidence les conditions de la mise en forme d'un marché moralisé depuis l'intérieur, à une distance relative d'acteurs externes (ONG, acteurs publics, associations), et inclus dans un espace géographique défini, la ville de Genève. Deuxièmement, cette analyse esquisse les conséquences d'une telle endogénéité sur la forme de ce marché ; ici, elle démontre son effet sur le *field frame*, son expansion, et ses pratiques, sur lesquelles nous revenons plus en détail dans le chapitre suivant.

Bien que nous qualifiions de « structurantes » les logiques endogènes de ces processus (relatives à la finance et/ou aux réseaux traditionnels de la ville), nous ne nions pas la part exogène, ou *a minima* non entièrement endogène dans le champ tel qu'il s'est stabilisé. Nous attirons notamment l'attention sur l'importance d'autres organisations (qui ne sont pas nécessairement des *asset managers*) dans la stabilisation du champ. Dans les premières pages du chapitre, nous avons indiqué qu'un champ est défini par le regroupement d'acteurs dont l'action est orientée vers des objectifs similaires, et partageant certaines conceptions dans la réalisation de ces objectifs. Nous avons vu comment les huit organisations étudiées remplissent cette définition, et s'ancrent dans un *frame* apportant des contours à la conception des activités conduites au sein de l'espace social. Mais le regroupement d'acteurs dans un champ peut aussi passer par des relations et interactions, directes ou indirectes entre ces derniers, plus ou moins régulières, notamment la co-participation à des événements relatifs à la définition et la stabilisation du *field frame*. Dans cette perspective de fédération des acteurs du champ, certaines organisations non-praticiennes jouent un rôle notable. De plus, si la plupart des organisations positionnées en impact investing à Genève ont été structurées par des acteurs financiers traditionnels de la ville, il nous faut mentionner quelques mécanismes qui viennent atténuer cette assertion.

Une endogénéité financière entretenue par des acteurs non-praticiens ? L'exemple de Sustainable Finance Geneva et de l'ONU

Bien que les praticiens de l'impact investing à Genève se soient principalement appuyés sur les réseaux financiers traditionnels de la ville pour mettre en place le champ qui les porte aujourd'hui, celui-ci n'est pas uniquement contrôlé par les praticiens, à proprement parler. En effet, des organisations visent également à porter, définir et faire la promotion de la finance d'impact. La principale organisation jouant ce rôle à Genève est Sustainable Finance Geneva (SFG)[119]. SFG est une association à but non lucratif créée en 2008 à Genève, et qui prétend mener une action *« dédiée à la promotion de la finance durable en Suisse »*, principalement active *« en Suisse romande »*[120], donc du côté

[119] Non anonymisé.
[120] Site web SFG.

de Genève. SFG n'est pas uniquement dédiée à l'impact investing, mais assure la promotion de tous les types de finance dite durable, *via* l'organisation d'événements, de discussions, de forums, de conférences consacrées à la diffusion des finances ISR, ESG, à impact, et autres :

> « SFG […], c'est vraiment l'association qui est au cœur des enjeux relatifs à la finance durable. C'est la première association en Suisse qui s'est créée y'a 13 ans sur la thématique de la finance durable. Donc pendant très longtemps, ça a été une association de niche, qui avait comme objectif de conscientiser, discuter de la finance durable parmi les gens qui faisaient de la finance. » (Florence Russo, une dirigeante, SFG)

Bien que sans but lucratif et différente des acteurs praticiens, SFG a donc, d'après Florence Russo, pour principal but de discuter de finance durable, mais au sein du milieu de la finance. Mais dans le même temps, Florence Russo insiste sur une certaine indépendance de SFG à l'égard des institutions financières, la présentant comme une *« association vraiment ordinaire »* :

> « SFG, c'est une association vraiment ordinaire. Donc elle a un président, un vice-président, c'est des membres individuels. Et dans ses cotisants elle a des membres individuels ou des membres collectifs qui sont des institutions financières la plupart du temps, des cabinets d'avocats tout ça. Donc au *board*, c'est des gens qui siègent, qui représentent pas leurs institutions. » (Florence Russo, une dirigeante, SFG)

SFG affiche donc un objectif de dépassement des frontières, organisant des événements visant à « construire des ponts » et un « langage commun », en particulier entre la Genève des banques, et la Genève des organisations internationales, en somme, jouer un rôle de *broker*. C'est l'objectif affiché de l'événement « Building Bridges », qui a convié en 2019 et 2021 des acteurs de ces différents milieux autour d'une semaine de workshops et de conférences dédiés à la finance durable, dont certains consacrés à l'impact investing[121]. Building Bridges n'est pas seulement un événement de promotion de la finance durable, et *a fortiori* de la finance d'impact. Il est aussi une occasion de rassembler et fédérer les acteurs marchands de la finance durable. Dans le sous-champ de l'impact investing, nos interviewés sont revenus à plusieurs reprises sur cet événement, pour en louer les vertus. Lors de nos premiers entretiens, avec des membres de Regenae, ces derniers nous ont d'ailleurs suggéré de nous rendre à l'événement, pour y rencontrer les acteurs majeurs de la finance d'impact. Une fois sur place, nous y avons en effet retrouvé des représentants de la plupart des huit *asset managers* genevois d'impact investing, présents à des conférences portant spécifiquement sur l'impact investing, notamment une organisée par Euler, association promouvant l'impact investing en Suisse. Entre ces conférences, les participants se retrouvent quelques dizaines de minutes autour de tables aménagées pour favoriser le *« networking »*. Il n'est alors pas rare de retrouver autour de ces tables plusieurs de nos interviewés, qui, nous reconnaissant, nous présentent alors à leurs

[121] Nous reviendrons dans le chapitre 2 sur cet événement, que nous avons pu observer.

collègues, ou à des employés d'une autres entreprise, en nous recommandant de les aborder. C'est par exemple ce que fit une responsable de SFG, à propos d'un membre dirigeant de l'entreprise Transform, lors de notre observation participante à l'édition 2021 de l'événement : *« [X], tu lui as déjà parlé ? Et [Y] ? Non ? Il faut absolument que tu ailles parler à [Y], viens, je vais te le présenter. »* Cet événement, malgré son étendue à toute la finance durable, cristallise ainsi la densité des réseaux relationnels formant le champ de la finance à impact à Genève.

Mais Building Bridges est aussi présenté par ses promoteurs comme l'occasion de relier des milieux différents :

> « Buiding Bridges ça a permis, en 2019, d'accélérer la constitution d'un écosystème. Maintenant, cet écosystème, il est de loin pas encore totalement créé, parce que pour avoir des relations, qui sont des relations vraiment systémiques, vous devez connaître les partenaires, vous devez avoir confiance […]. Et puis vous devez, et ça sa prend du temps aussi, […] parce qu'au départ, ces mondes-là, ils parlent pas les même langages, donc, et c'est aussi pour ça qu'ils travaillent pas ensemble. C'est parce que derrière les mots, il y a pas forcément les mêmes choses, y'a pas les mêmes difficultés, y'a pas les mêmes contraintes, donc tout ce travail de création d'un écosystème, ça prend du temps, en fait. On a de la chance parce qu'à Genève vous avez une densité d'acteurs que ce soit financiers, académiques, d'organisations internationales, non gouvernementales, qui est très dense. Donc […], je pense qu'il y a tout à Genève pour cet écosystème-là, puisque c'est vraiment le meilleur endroit pour le faire, parce que c'est un tout petit territoire avec une très forte densité d'acteurs. En même temps, ça prend quand même du temps parce que ces acteurs-là, ils ont pas l'habitude de travailler ensemble. » (Florence Russo, une dirigeante, SFG)

Dans cet extrait, Florence Russo combine l'idée de la construction de ponts entre acteurs, avec la faculté supposée de Genève à concilier des milieux différents, que, déjà, les banques privées à l'origine de la microfinance lui prêtaient. Nous avons montré plus haut que ce narratif est à relativiser dans le processus d'émergence de l'impact investing, et c'est également le cas ici avec SFG. En effet, bien que la Building Bridges accueille des individus issus de champs différents, SFG reste dominée par des acteurs provenant d'organisations centrales de la finance genevoise. Certes, l'équipe principale de SFG est composée de trois individus, venant tous de milieux extra-financiers (ONU, champ politique genevois). Pour autant, le *board* de l'association est largement dominé par les financiers de la ville : sur ses 15 membres, 11 ont un parcours dans la finance[122] ; et la majorité d'entre eux sont passés par une ou plusieurs banques privées genevoises.

Cette teinte très financière de l'association se vérifie aussi dans le financement du principal événement qu'elle organise : la Building Bridges Week. En effet, malgré la participation financière d'acteurs issu du milieu des organisations internationales et non gouvernementales, l'essentiel du

[122] Site web SFG.

financement de l'événement provient des organisations financières privées, avec une relative absence des acteurs publics, comme le souligne Florence Russo :

> « [La ville et le canton fournissent un apport] symbolique de 25 000 francs chacun, je crois. Sur un budget de plus d'un million, vous voyez, ils ont pas cassé la tirelire là-dessus. » (Florence Russo, une dirigeante, SFG)

Elle-même, par le passé en lien avec les décideurs publics à Genève, pointe ce désengagement public et l'autonomie décisionnelle qu'il octroie au secteur privé :

> « Mais c'est aussi parce qu'ils ont beaucoup de réflexions de leur parlement qui disent : 'Ouais, mais bon, la finance, c'est le problème des financiers. Y'a assez d'argent dans le secteur privé, dans les banques, ils ont qu'à se payer ce truc. C'est pas la ville et le canton qui doivent payer'. [Et en] même temps, les politiques, ils disent tout le temps 'qui paye, commande', donc... [Alors que], le politique, vous devriez dire : 'ben je pense que je vais les financer, parce qu'en même temps il est là, le biais. Le biais du changement il est quand même beaucoup dans où va aller l'argent. Si vous posez aucune exigence sur les acteurs financiers—et pendant très longtemps c'est aucune exigence—faut pas non plus espérer que, de manière vertueuse, ils vont se réformer tout seuls, alors que la plupart du temps, ils sont aussi empêtrés dans les contradictions. » (Florence Russo, une dirigeante, SFG)

SFG et les événements orientés vers la finance durable—notamment l'impact investing—qu'elle organise restent ainsi largement guidés par des acteurs et financés par des fonds issus du secteur privé, et en particulier de la finance. Cet ancrage de SFG dans les réseaux financiers genevois est aussi souligné par un/une cofondateur/ice de SFG en 2008, qui pointe d'ailleurs les conflits d'intérêts provenant de cette configuration. En d'autres termes, comment discuter, promouvoir, et organiser la finance durable et l'impact investing à Genève, tout en étant soi-même acteur de cet écosystème ? Un/une cofondateur/ice de SFG prend l'exemple du projet de « bourse de finance durable » à Genève :

> « […] SFG a financé aussi l'[idée] d'avoir une bourse […] pour [les] société[s] cotée[s] qui se dirai[ent] durable[s], avec des mesures d'impact. Je trouvais que c'était une très bonne initiative, alors est-ce qu'elle va aboutir ou pas, je ne sais pas, je ne suis plus le projet. Mais […] c'est pas toujours facile, parce qu'il y a beaucoup d'acteurs, il y a des intérêts, il y a des conflits d'intérêt, si vous vendez votre outil. On s'est retrouvé par exemple dans ce projet de la bourse sociale [avec cette question] : est-ce que, finalement ceux qui étaient des membres de SFG avaient le droit de postuler aussi pour être prestataire ensuite ? […] Mais oui, cette organisation-là [pose des questions]. Alors, probablement qu'il faut des organisations qui soient entre SFG avec peut-être des représentants aussi du secteur financier ou des acteurs, peut-être des auditeurs, peut-être le monde des ONG : c'est vrai que, plus on coordonne les différents acteurs, le mieux c'est, à mon avis. » (Un/une cofondateur/ice de SFG)

Cet exemple illustre bien le fort ancrage de SFG dans les mécanismes de la finance genevoise, et sa dépendance à l'égard de ce dernier.

Il n'existe pas à Genève d'association majeure dédiée uniquement à la promotion de l'impact investing, mais SFG, avec ses différents mandats, est la principale qui joue ce rôle. Nous voyons, à

travers cet exemple, que l'impact investing n'est pas seulement cadré en tant que champ par ses praticiens, mais aussi par des associations—en l'occurrence, une principale—tout aussi marquées par un contrôle fort des acteurs financiers. L'endogénéité financière de l'impact investing genevois n'est donc pas seulement le fait des acteurs praticiens : elle est aussi stabilisée par une organisation jouant un rôle de coordinateur à l'échelle du champ plus large de la « finance durable » genevoise.

D'une autre manière, bien que l'ONU, notamment via la CNUCED, n'ait eu qu'un impact limité en tant qu'institution, comme le montre le déroulement des événements autour de Philip Schneider, elle offre aujourd'hui un cadre justificatif à diverses formes de finance durable, y compris l'impact investing. En participant aux événements conduits par SFG, et en fournissant, avec les objectifs de développement durables de 2015 des catégories d'action pour les activités notamment financières[123], les Nations unies jouent un rôle dans l'expansion et la légitimation de ces formes de finance durable. Cette implication a justement été entérinée en 2015, lors de la mise en place des objectifs de développement durable, dans un document nommé « Addis Abada Action Agenda »[124], dont la section II. B. met notamment l'accent sur le rôle du secteur privé et de la finance dans l'achèvement de ces objectifs. Ainsi, bien qu'extérieures au milieu de la finance *stricto sensu*, les Nations unies viennent essentiellement en support de ces initiatives financières dites « durables ». Nous avons notamment pu nous entretenir avec Keith Mayer, travaillant dans le département des affaires économiques de la CNUCED, sur les enjeux de régulation et de labels dans le domaine de la finance durable. Il présente une approche sceptique des nouveaux labels, comme l' « impact investing », qualifiant les financiers de *« salespeople »*, cherchant, avec ces nouveaux termes, à simplement *« vendre [leurs] produits »*, comme le ferait un *« vendeur de voitures »* (notre traduction). Pour autant, il tient un discours non critique à l'égard des marchés financiers en tant que tels, y voyant des espaces incontournables dans l'achèvement des missions de développement durable de l'ONU :

> « Yeah, I mean... to me it's a strange question to say: 'do I perceive myself as a critic of traditional markets?' I mean, anything and everything can be criticized, there is nothing, there is no institution or mechanism that human beings are involved with that is perfect. So, for me, there is pros and cons to everything: capital markets, there is pros and cons to them […]. So the question is always the policy context: under the right circumstances, you can benefit from certain things. Under the right circumstances you can benefit from capital markets, under the wrong circumstances you won't. So, yeah, I mean I'm happy to discuss specific critics of capital markets, there are many, but one thing I would say is I'm not in a position where I'm saying that developing countries should have capital markets. It's not a normative argument. It's a mere observation that almost all developing countries do have capital markets. So, the question is: 'if you already have it, what can you do to maximize the benefits of it?' And that's really where our work focuses. » (Keith Mayer, Economic Affairs Officer, CNUCED, Specialist on sustainability reporting and corporate governance disclosure)

[123] Nous revenons plus en détail dans le second chapitre empirique sur le rôle de ces catégories dans les pratiques d'impact investing.

[124] https://sustainabledevelopment.un.org/index.php?page=view&type=400&nr=2051&menu=35 (dernière consultation le 17.06.2024)

En somme, si les acteurs et organisations qui ne font pas directement partie du champ financier et qui jouent un rôle au sein de la finance durable à Genève, et, *a fortiori*, dans l'impact investing, ils n'exercent pas d'action critique sur ces activités. Malgré leur relative exogénéité par rapport aux praticiens, ils ne jouent pas un rôle de *challenger* ou de déstabilisateur du champ. Cela est notamment dû à leurs liens directs avec le milieu financier (chez SFG), et à une posture non critique de ce milieu (à la CNUCED). Ainsi, ils apportent au champ de l'impact investing une légitimité, des ressources, et la densité relationnelle qui caractérise les champs d'action stratégiques.[125]

Des mécanismes stabilisant le champ et son endogénéité

Nous proposons enfin d'examiner ici quelques mécanismes qui ne sont pas entièrement endogènes, mais qui stabilisent néanmoins l'endogénéité du champ. Ces mécanismes soutiennent les dynamiques endogènes d'émergence et de mutation du champ, mais en les modérant ou en leur faisant prendre des voies indirectes. Tout d'abord, un important résultat de cette partie réside dans le fait que la quasi-totalité des entreprises dites d'impact investing dans le champ genevois doivent leur création et leur soutien financier à des structures établies de la finance traditionnelle de la ville, en particulier des banques privées, ce qui objective clairement l'emboîtement du champ de l'impact investing dans celui de la finance traditionnelle genevoise. Toutefois, il est utile de noter que cet emboîtement est présenté de manière indirecte par les acteurs. En effet, Lacour-Deschamps, FAC, ou encore Lamy auraient pu déployer leur propre département d'impact investing ou, dans un premier temps, de microfinance. Pour autant, ces entreprises ont systématiquement choisi de se préserver de tout risque et de financer, plus ou moins directement, de plus petites structures : Green Lotus, Hecate, Regenae… Que ce soit par peur d' *« essuyer les plâtres »* (Gaspard Leblanc, FAC) ou pour *« éviter les doubles discours »* (Caroline Dubas, Hecate) et ainsi tout risque réputationnel lié à une potentielle accusation de *greenwashing* (Balsiger, 2021 ; King et Pearce, 2010), il est important de remarquer que le caractère indirect de ces liens semble central. Cela nous incite à le voir comme une des conditions potentielles à l'émergence endogène d'un marché moralisé : un marché moralisé structuré au sein même des marchés traditionnels associés gagne à jouer sur des mécanismes internes indirects ou peu apparents, pour éviter les risques économiques et réputationnels.

[125] Nous reviendrons dans le chapitre 2 sur la manière dont les objectifs de développement durable de l'ONU servent la stabilisation et la justification des pratiques au sein de l'impact investing genevois.

Un autre résultat essentiel de notre analyse concerne le primat des logiques de coopération dans le champ étudié. Nous avons en effet mis en évidence que l'utilisation permissive et diverse du terme « impact investing » par les acteurs du champ, son élargissement ainsi que celui du *field frame* sont rendus possible par une importante mécanique endogène de la structuration de cet espace marchand : l'absence de concurrence marquée, malgré des désaccords, et une propension à la coopération. Toutefois, nous avons noté également que ces coopérations n'ont pas seulement lieu au sein de la finance genevoise. En tant que phénomène transnational, la finance requiert des appuis à l'étranger. Nous avons ainsi souligné le rôle des banques dépositaires à l'étranger et des rachats et absorptions par des entreprises hors de Suisse, notamment avec le cas de Green Lotus et Richters.

Un autre point notable réside dans la présence plus ou moins directe de certains des *asset managers* à l'étranger. C'est le cas des deux plus grandes organisations, Green Lotus et Harmony, qui, au cours de leur croissance, ont créé respectivement 6 et 9 antennes régionales, dont la plupart sont localisées à l'étranger. Celles-ci permettent le déploiement de leur activité à l'échelle internationale ainsi qu'une proximité accrue avec leurs *investees*, généralement situés hors de la Suisse. Néanmoins, les quartiers généraux de ces *asset managers* restent situés à Genève, et dans la suite de notre travail, nous nous focaliserons sur ces derniers.[126] Leur étude nous fournit en effet la plupart des informations dont nous avons besoin sur ces organisations et leur fonctionnement. Par ailleurs, l'expansion de ces organisations à l'étranger n'invalide nullement leur ancrage local, ni la dimension cruciale de cet ancrage géographique dans les premières étapes de leur émergence.

Par ces précisions, nous rappelons ainsi que l'impact investing genevois, malgré ses fortes structurations internes, n'échappe pas à une dépendance vis-à-vis l'extérieur, qui reste consubstantielle aux activités financières. Notre propos ne nie donc pas cette extériorité, mais met en évidence l'importance des aspects localisés et internes dans la structuration de ces organisations et de leurs activités.

Conclusion

Au terme de cette discussion, nous avons donc vu en quoi le champ de l'impact investing genevois est fortement, dans son émergence et sa stabilisation, redevable de mécanismes endogènes

[126] En effet, notre approche localisée et les comparaisons entre les différentes organisations du champ ne nous permettent pas de réaliser une étude asymétrique qui pourrait analyser de manière très approfondie les acteurs très éloignés de Genève.

structurants, par leur appartenance au monde de la finance, et à celui des élites bancaires de la ville. Des banques privées à la finance d'impact, en passant par la microfinance, la pratique s'est ancrée à la faveur de l'action d'*incumbents* du champ financier traditionnel, voyant leur action catalysée par des catégories, événements, et ressources portés par des individus ou institutions externes. Bien que l'impact investing genevois ne puisse être réduit à ses composantes endogènes, l'étude que nous proposons ici permet de recentrer le regard sur l'intérieur du champ et la manière dont l'introduction d'une forme de moralisation marchande peut parfois largement s'appuyer sur les mécanismes d'un espace marchand déjà installé, prenant place au sein d'un champ intégré, et dans lequel le changement peut être mené par des *incumbents*, plutôt que des *challengers*.

Comme précisé en début de chapitre, l'endogénéité à laquelle nous faisons référence est à la fois un angle méthodologique *et* un résultat. Autrement dit, nous avons fait le choix de porter un regard attentif sur les mécanismes endogènes de cette émergence, mais, dans le même temps, le cas genevois présente, comme nous l'avons observé, une prégnance toute particulière de ces mécanismes endogènes. Cette particularité peut être démontrée par la comparaison de ce cas avec les contextes français et anglais (*cf. supra*). Nous montrions notamment dans une étude comparative avec l'impact investing au Royaume-Uni que le cas genevois présente une structure de développement qui très différente de la configuration genevoise (Balsiger, Golka et Kabouche, 2023). En mettant en évidence les stratégies positionnelles respectives des acteurs britanniques et suisses, nous remarquions que l'endogénéité financière de l'impact investing à Genève diverge de l'utilisation plus politique de la finance d'impact au Royaume-Uni, où les acteurs financiers ne sont pas seuls aux commandes dans cette émergence. En particulier, cette analyse montrait que les promoteurs de l'impact investing réalisent son implantation en exploitant positionnellement des trous structuraux (Burt, 1992) entre plusieurs réseaux d'acteurs. Dans notre cas genevois, le « trou » exploité se situe entre le monde du développement (Nations unies, organisations internationales…) et celui de la finance de la ville. Cependant, l'exploitation de ce trou ne relie pas *effectivement* les acteurs de ces différents espaces sociaux : elle ne débouche pas sur la jonction de ces espaces, ou la création d'un espace mixte. En réalité, les *incumbents* de la finance et un *broker* d'opinion, Schneider, exploitent ce trou en actionnant la légitimité du monde du développement tout en la déployant sur des pratiques et des principes du champ financier, mais sans impliquer directement les acteurs du monde du développement. Il ainsi utile de noter le rôle fort du contexte géographique dans le développement des finances d'impact, qui offre des opportunités positionnelles spécifiques et affecte la manière dont ces finances se développent.

Chapitre 2 — Des pratiques aux moralités

I. Introduction

Le précédent chapitre a mis en évidence les conditions de l'implantation de l'impact investing à Genève, tout en soulignant l'importance des mécanismes endogènes structurant ces évolutions. De ces résultats, gardons à l'esprit que l'impact investing genevois s'est construit autour de traditions financières solides et a été en grande partie porté par des réseaux internes à la finance de la ville. Cette structuration endogène a deux principales conséquences pour notre raisonnement sur la moralisation marchande à l'œuvre ici.

Premièrement, le champ de l'impact investing à Genève a été essentiellement cadré et facilité par des acteurs disposant d'un statut *senior* au sein du champ financier traditionnel de la ville. Ces derniers ont ainsi su adapter une catégorie émergente à des pratiques existantes et des réseaux professionnels déjà installés, notamment en important la microfinance (commerciale) au sein de la finance. Deuxièmement, les évolutions de ce champ de l'impact investing genevois ont conduit à ce que nous avons appelé un élargissement de son *frame*. Ce point est central pour la suite de notre raisonnement. L'élargissement du *field frame* que nous avons mis en évidence se manifeste principalement à travers sa stabilisation autour d'acceptions variées et stratégiques du concept d'impact investing, reposant souvent davantage sur les agendas marketing des firmes qui en font usage ou sur des logiques de démarcation individuelle, que sur le résultat de concertations ou de décisions formelles à propos ce que devraient être les caractéristiques de l'impact investing, ses objectifs pratiques, ou même son cadrage moral.

En somme, une double conclusion guidera la suite de notre étude : le champ de l'impact investing genevois s'est structuré autour 1) d'un certain ancrage endogène des acteurs financiers praticiens et d'une autonomie dans leur usage de la catégorie, et, en conséquence, 2) d'une variété d'acceptions entre ces différents acteurs. Autrement dit, les acteurs financiers portant l'impact investing à Genève ont essentiellement cadré la pratique dans les sphères financières et selon les besoins ponctuels émergents au sein de celles-ci, plutôt que selon des principes définis de manière soit

externe, soit au sein d'instances surplombant le champ. Compte tenu de ce *field frame* particulièrement large et exploitable par une variété d'acteurs marchands, comment la moralité de leurs pratiques est-elle construite ? En effet, comme mentionné à plusieurs reprises, le mouvement de l'impact investing—aussi bien au niveau mondial que local, dans la bouche de nos enquêtés—affiche constamment cette double promesse de faire le bien tout en générant du profit (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022). Cette promesse morale, contenue dans sa définition même, est d'autant plus importante qu'elle ne cesse, comme montré en introduction, de s'inscrire en rupture avec les autres approches de la finance durable, l'idée étant de « faire mieux », en se focalisant sur des modèles économiques plus orientés vers les impacts sociaux ou environnementaux, en mesurant et en rendant compte de tels impacts. Ainsi, au regard de ces promesses, comment les pratiques de l'impact investing au sein du champ financier genevois *matérialisent-elles* le projet moral que ses promoteurs affirment porter ?

La dimension morale au sein de l'impact investing a déjà fait l'objet de plusieurs travaux. La plupart d'entre eux se focalisent sur les aspects motivationnels ou intentionnels[127] des acteurs soutenant le mouvement de l'impact ou la stabilisation d'idéologies, voire de répertoires émotionnels cadrant ses dimensions morales (Hehenberger, Mair et Metz, 2019 ; Hellman, 2020 ; Roundy, Holzhauer et Dai, 2017). Moins nombreux sont en revanche ceux qui examinent la manière dont les pratiques à l'œuvre s'inscrivent dans la démarche morale du mouvement et matérialisent ces enjeux moraux. Nous proposons d'étudier cette dimension en nous plaçant dans la lignée des travaux portant sur les pratiques et les problématiques de valuation au sein de l'impact investing (Barman, 2015 ; Bourgeron, 2020 ; Chiapello et Knoll, 2020a). Autrement dit, plutôt que nous poser la question des motivations éthiques personnelles des acteurs, nous nous demanderons ce que signifie faire le bien *via* la finance dans le champ de l'impact investing genevois, et comment cette moralité financière est structurée en pratique(s). Pour aborder cette question, nous utiliserons la notion de « convention de qualité » (Eymard-Duvernay, 1989, 2003 ; Favereau, Biencourt et Eymard-Duvernay, 2002). Une convention de qualité consiste en une représentation de ce qui forme, valide et justifie la qualité d'une activité économique. Partagée par différents acteurs, cette qualité assure la coordination de ces derniers sur un marché (par exemple, entre offreurs, ou entre demandeurs et offreurs) ; elle leur permet de s'accorder sur ce que sont des qualités acceptables pour un produit spécifique, et sur les moyens de qualifier cette qualité. En raison de la complexité de la valeur non-économique (sociale, environnementale, etc.) des produits qui s'échangent sur les marchés

[127] Nous montrons en effet que les *asset managers* genevois positionnés en impact investing insistent sur l'intention à l'origine des démarches d'investissement. Autrement dit, il n'est selon eux pas suffisant de réaliser un impact positif : il faut aussi en avoir l'intention initiale pour prétendre à une démarche d'impact.

moralisés, les acteurs y participant sont particulièrement dépendants de telles conventions, qui donnent alors un sens et une substance à la qualité de ces produits. Les travaux existants montrent que la finance dite « durable » n'échappe pas à ces conventions de qualités. De l'investissement socialement responsable (Penalva Icher, 2009) à l'impact investing (Chiapello et Godefroy, 2017), la valeur et la légitimation du bien-fondé de ces activités (et de leurs produits) sont cristallisées par de telles conventions. Dans la théorie des conventions, cette légitimation est appuyée sur des justices, elles-mêmes structurées par des systèmes de valeurs (Penalva Icher, 2009). Dans les travaux utilisant l'approche des conventions, la notion de « justices » n'est pas rigide. Elle renvoie aux conceptions d'acceptabilité, d'équité, et établit ce qu'il faut faire ou ne pas faire. À ce titre, elle est régulièrement utilisée dans sa dimension « morale » ou « politico-morale » (Chiapello et Knoll, 2020b). Dans le cadre de notre étude qui conçoit comme moralement définis les produits du marché de la finance d'impact, nous proposons donc de voir ces justices comme les différentes moralités à l'œuvre dans les pratiques de l'impact investing dans le champ et dans la légitimation de ces pratiques.

Ainsi, ces conventions ne sont pas de simples normes ou conceptions abstraites sur la qualité ou la valeur des biens ; elles forment divers assemblages unifiant des techniques, pratiques et justices (par extension, des conceptions morales, au sein de notre approche par la moralisation des marchés) :

> "[The French Conventions School's] theoretical approach commenced in France in the 1980s is an attempt to investigate economic processes as morally disputed (Thévenot, 2006). As such, it does not differentiate between social and political questions and technical and economic ones. Rather, economic mechanisms and instruments are analyzed as embodiments of specific—and historically diverse—forms of justice and fairness (Boltanski and Thévenot, 2006 [1991]) and historical transformation emanates from disputes and compromises between these "orders of worth" (Boltanski and Chiapello, 2005 [1999], Chiapello, 2013)." (Chiapello et Knoll, 2020b, p. 106)

Dans cette perspective, nous concevrons les conventions dans la suite de notre analyse comme des assemblages qui relient (1) des conceptions et discours sur la portée morale de ces activités d'investissement et de leurs produits à (2) des pratiques, elles-mêmes sanctionnées par et imprimées dans (3) des dispositifs techniques. Comme pour l'ISR et d'autres occurrences de finance d'impact, nous verrons que l'impact investing genevois repose sur une multiplicité des conventions de qualité. Chiapello et Godefroy (2017), à partir du cas français de l'impact investing, ont montré que la diversité des dispositifs de jugement qui structurent ce marché, associés à des conventions de qualités diverses, jouent un rôle crucial dans sa mise en forme, en y délimitant diverses classes de produits. En fonction de ces classes, la qualité des biens est alors évaluée selon des standards et dispositifs différents. En nous appuyant sur cette approche, nous proposons de poser ici une question symétrique : comment la diversité de ces conventions de qualité est-elle maintenue dans

le champ de l'impact investing genevois, dont les participants revendiquent pourtant l'appartenance à un même mouvement ? Par ailleurs, plutôt que d'interroger la manière dont différents acteurs luttent pour imposer une convention, ou s'ajustent les uns avec les autres pour surmonter leur diversité, notre approche cherche à identifier les conditions permettant à cette diversité de conventions de se stabiliser de manière peu questionnée dans le champ, et sans faire l'objet de luttes ou d'ajustements majeurs.

Nous aborderons cette question en étudiant les trois dimensions qui constituent, dans notre cas, les conventions de qualité observées. La partie II. du chapitre—qui suit cette introduction—examinera les pratiques générales d'investissement et leur alignement sur des questions et enjeux moraux, alors que la partie III. se focalisera sur la matérialisation de ces pratiques dans des dispositifs techniques. La question de la « portée morale » est présente dans les deux parties, étant examinée selon ses liens avec les pratiques et des dispositifs techniques. Elle permet d'observer le lien entre les pratiques des acteurs et les conceptions morales auxquelles ils se rapportent. Nous résumons ci-dessous les différentes dimensions des conventions de qualité abordées dans ce chapitre (*cf*. *Tab. 1*) :

Tableau 1 — Observer les moralités au prisme des conventions de qualité. Tableau inspiré par Chiapello et Knoll (2020b)

Dimensions des conventions	**Question posée**	**Exemple de réponse**	**Partie(s) du chapitre 2 où cet aspect est traité**
Portée/conception morale[128]	Qu'est-ce qui fait qu'un investissement est un investissement à impact positif ?	Un investissement a un impact positif s'il vient en aide à des populations défavorisées.	II. et III.
Pratiques générales	Quelles pratiques d'investissement garantissent un investissement à impact positif ?	Un tel investissement requiert l'utilisation de *private debt*, avec un suivi étroit des *investees*.	II.
Dispositif techniques	Quels dispositifs techniques sanctionnent la réalisation d'un impact positif ?	Une enquête sur place et un questionnaire permettent de générer des indicateurs de performance sur les impacts réalisés.	III.

[128] Cette catégorie renvoie aussi aux « justices », dans l'approche par les conventions.

Au cours de cette analyse, nous chercherons à caractériser cette diversité de conventions et les moralités qu'elles reflètent. Ce faisant, nous objectiverons les conséquences de cette diversité et les raisons de son maintien malgré le projet commun des acteurs du champ. Nous montrerons ainsi que la structure endogène du champ et l'ouverture de son *frame* permettent la subsistance d'une importante variabilité de pratiques sous la même étiquette « impact investing », qui est associée à divers types de conventions de qualité, et donc de conceptions morales. À la différence d'autres espaces moralisés (marchands ou non), nous verrons que cette variabilité dans les moralités, matérialisée par des conventions variées, est peu attaquée par la recherche de standards communs, ni par des oppositions fortes, malgré l'existence de désaccords. Cela octroie une importante permissivité aux acteurs. Enfin, en nous appuyant sur des données portant sur les démarches de mesure d'impact au sein des entreprises du champ genevois, nous montrerons que la nature de ces approches comptables tendent à justifier et permettre la diversité des conventions qui règne dans le champ.

Mais avant de parvenir à l'identification de « conventions » à proprement parler, nous chercherons à caractériser leurs différentes composantes, à savoir les « pratiques générales » et les « dispositifs techniques », en examinant la manière dont ceux-ci se couplent avec des conceptions « morales » (*cf. Tab. 1)*.

II. De la structuration endogène du champ à ses conventions de qualité

Dans cette partie II. du chapitre, nous verrons que les différentes manières de faire de l'impact investing à Genève renvoient à des conceptions morales variées et indexées sur des pratiques diverses. Pour commencer, nous partirons des conclusions du chapitre 1, afin de cartographier le champ de l'impact investing genevois selon les diverses pratiques qui le peuplent, en soulignant l'autonomie de ces dernières et l'absence d'unité de gouvernance pour les orchestrer ou les aligner. En repartant de ce constat, nous identifierons les conventions de qualité utilisées par les acteurs et leurs répertoires de moralité, tout en montrant les désaccords qu'elles génèrent au sein du champ. Nous verrons que cette importante variabilité subsiste car elle ne fait pas l'objet de tentatives d'harmonisation, et ne subit pas la contrainte de la critique externe ou d'une régulation surplombante. Ainsi, ces conventions ne sont pas définies en concertation ou par des instances dominant le champ (ou externes à ce dernier), mais d'après les objectifs idiosyncrasiques des

entreprises. Nous montrerons également que leur persistance tient au fait que, malgré leur diversité, elles sont généralement partagées par plusieurs organisations du champ.

a. Un espace des pratiques diversifié

Dans le précédent chapitre, nous avons pu mettre en évidence les acteurs principaux du champ de l'impact investing genevois tel qu'il est aujourd'hui stabilisé. En soulignant les mécanismes d'élargissement de son *field frame* à l'œuvre dans le cadre de sa structuration interne à la finance de la ville, nous avons montré la variété d'organisations qui le peuplent, allant des pionniers de la microfinance commerciale aux grands groupes développant, à la marge de leurs activités, des produits dits d'impact. Comme nous l'avons fait jusqu'ici, nous nous focaliserons sur les *asset managers* consacrant le cœur de leur activité à des investissements dits d'impact. Autrement dit, nous ne prendrons pas comme unité d'analyse les groupes dont l'activité principale se déroule dans la finance classique (dont les plus connus sont UBS et Credit Suisse) et qui affirment proposer, en parallèle, des investissements à impact. Comme mentionné plus haut, la principale raison à ce choix méthodologique est la difficulté qu'il y aurait à examiner rigoureusement les contours des activités de tels groupes et leur positionnement vis-à-vis des autres, dans la mesure où leurs investissements dits d'impact représentent une fraction réduite de l'ensemble de leur activité, souvent gérée par un département très spécifique de l'entreprise. À la différence des acteurs focalisés sur l'impact investing, la pratique de l'investissement d'impact de ces grands groupes n'est pas constitutive de leur identité ou de leur stratégie globale, largement axée sur d'autres types d'investissements. Cette différence rend ainsi plus difficile la comparaison avec les acteurs les plus pionniers de l'impact investing à Genève, dont nous pouvons analyser l'histoire, les stratégies et les positionnements respectifs à la lumière de leur pratique de l'impact investing.

Dans cette première section, nous chercherons à montrer que les processus d'émergence et d'expansion du champ examinés plus haut se traduisent par une organisation relativement diversifiée de celui-ci. En effet, comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, l'endogénéité n'est pas synonyme d'uniformité. Au contraire, le fait que le champ de l'impact investing se soit construit sur des mécanismes prenant leurs racines à l'intérieur de l'écosystème financier genevois, et dont les aspects extérieurs ont un rôle principalement catalyseur, a largement favorisé les comportements stratégiques des organisations utilisant ce concept, que ce soit à des fins de relabellisation, de distinction marketing vis-à-vis des autres groupes, ou encore que cela résulte de relations interindividuelles (services rendus, désaccords personnels, amitiés…) liées à l'endogénéité structurante des processus d'émergence et à la densité relationnelle du milieu dans lequel ils

prennent place[129]. En somme, la notion d'impact investing n'a pas fait l'objet de définition contraignante, que ce soit par l'intervention d'un acteur extérieur, par un principe de collégialité, ou par la mise en place d'une unité de gouvernance au sein du champ. Comment cette organisation structure-t-elle alors la diversité des pratiques qui s'y déploient ? Le premier chapitre nous a donné un aperçu des différentes formes d'impact investing qui y ont émergé au cours de son développement ; nous proposons ici de repartir de ces conclusions pour systématiser et comprendre la structure de l'irrégularité du champ sur le plan des pratiques. Nous montrerons que celui-ci s'organise autour de quatre pôles de pratiques distincts. Plus que des partitions étanches du champ de l'impact investing genevois, ces pôles doivent être considérés comme des idéaux-types (Weber, 1992). Cela signifie que les organisations qui les peuplent peuvent individuellement posséder des caractéristiques appartenant à plusieurs d'entre eux, et ne pas détenir toutes les caractéristiques typiques de l'un d'eux. Ces pôles sont donc distincts, mais aussi, en pratique, interconnectés, ce qui résulte à la fois de la genèse des organisations qui les composent, et de leurs récentes évolutions. L'identification de ces pôles permettra d'une part de cartographier l'ensemble des gestionnaires d'actifs consacrés à l'impact investing, et, d'autre part, de mettre en évidence la structure de la variabilité de leurs pratiques qui équipent alors diverses conventions de qualité. Si cette variabilité accentue le flou des contours entourant le concept d'impact investing et accroît l'autonomie avec laquelle les acteurs l'utilisent, elle est permise par les modes endogènes d'organisation du champ déjà mis en évidence.

Encadré 2 — Qui investit, et comment ?

Une précision technique est nécessaire à la compréhension des pratiques que nous allons maintenant analyser : la majorité des investissements proposés par les *asset managers* en impact investing à Genève passent par des fonds d'investissement, c'est-à-dire le regroupement de capitaux provenant d'acteurs institutionnels (et parfois individuels) gérés et investis collectivement dans un certain nombre de classes d'actifs (principalement dette et prises de participation). Les fonds sont en général ciblés sur un ou des objectifs précis, et ont des fonctionnements différents pour ce qui concerne les durées d'investissements, montants investis, la domiciliation, etc. Il est aussi possible de ne pas passer par un fonds et de réaliser des investissements directs, ainsi que des *club deals*, c'est-à-dire des investissements privés où plusieurs gestionnaires de fonds coopèrent pour acquérir le capital d'un *investee*. De plus, les *asset managers* peuvent ne pas directement disposer d'un fonds d'impact, mais simplement conseiller un autre établissement financier sur sa gestion (par le biais d'un mandat) ou même posséder un fonds dans lequel le fonds d'une autre institution investit (fonds de fonds). Enfin, un fonds peut être structuré en tranches, permettant à différents acteurs de ne pas prendre le même degré de risque (*blended finance*) : les tranches les plus risquées en termes de pertes peuvent par exemple être assumées par des acteurs publics, là où les investisseurs privés

[129] Ce phénomène est aussi permis par les définitions très ouvertes développées initialement par le GIIN. Voir : https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing (dernière consultation le 17.06.2024)

occupent des tranches « *senior* » qui n'encaissent pas les premières pertes. En somme, cette variété de modes d'investissements permet à des investisseurs très différents de confier leur argent à ces *asset managers*. Bien que nous n'ayons pas accès à des données internes sur la répartition de ces différents types d'investisseurs, les entretiens réalisés révèlent que les plus communs sont les investisseurs privés (HNWI ou groupes de HNWI, *via* des *family offices*) et des institutionnels classiques (fonds de pensions, banques, autres *asset managers*…). Toutefois, nos enquêtés mentionnent aussi que des institutions issues du monde du développement, des organismes publics et des fondations investissent aussi dans ces produits dits d'impact. Nous discuterons plus loin les implications de cette variété d'investisseurs.

Pour identifier ces pôles, nous avons passé en revue les pratiques et orientations stratégiques des huit organisations d'impact investing constituant le cœur de notre analyse. Pour chacune d'entre elles, nous avons examiné les propos de leurs employés ou dirigeants, leurs documents de communication à destination des investisseurs, et des *investees*, et leurs sites *web*. Ces données nous renseignent ainsi sur quatre critères pratiques[130], qui peuvent se décliner en diverses caractéristiques :

- **Les types d'entreprises (*investees*) bénéficiant des investissements** : localisation (nord/sud), taille, type de services ou produits proposés ;
- **Les types d'investisseurs** : individus/investisseurs institutionnels ;
- **Les modes d'investissement** : fonds/investissements directs, privé/listé, dette/participation ;
- **Processus d'investissement et rapport des investisseurs (ou intermédiaires) aux *investees*** : investissement puis suivi et assistance/investissement sans assistance.

Ces aspects pratiques forment alors la dimension « pratiques générales » des conventions que nous cherchons à identifier (*cf. Tab 1*). En partant de ces quatre critères pratiques principaux, nous avons observé les caractéristiques qui se présentent le plus souvent simultanément ; par exemple : entreprises de petites tailles, au sud, suivies par des investisseurs institutionnels, en dette privée. De cette manière, nous avons pu établir quatre profils-types de pratiques, *i.e.*, quatre pôles, dont chacun correspond à une combinaison typique de ces différentes caractéristiques.

Nous commencerons ainsi par examiner successivement les quatre pôles que nous avons identifiés : le pôle « microfinance », le pôle « marchés émergents », le pôle « environnemental » et le pôle « *mainstream* ». Pour chacun d'entre eux, nous mettrons en lumière ses caractéristiques distinctives, et montrerons comment elles se matérialisent chez certaines entreprises du champ qui l'incarnent

[130] Bien entendu, ces critères peuvent occasionnellement se superposer et recouvrir des enjeux similaires.

de manière particulièrement typique. Ensuite, nous proposerons de classer chacune des entreprises dans un tableau indiquant leur proximité avec chacun des pôles. Enfin, sur la base de cette cartographie, nous questionnerons la manière dont ces différents pôles structurent plusieurs conventions de qualité, reflétant notamment des conceptions diverses de la moralité, portées par les acteurs de l'impact investing genevois.

Le pôle « microfinance » : entre pratiques financières classiques et les thèmes du développement

Les organisations caractéristiques de ce pôle sont Green Lotus et Harmony, toutes deux positionnées principalement sur des produits de microfinance, à la différence que Harmony agit comme un *broker* : au lieu de gérer directement des fonds, l'entreprise se voit confier des mandats par d'autres groupes pour gérer des fonds selon des principes de microfinance[131].

Comme nous l'avons vu, la microfinance a constitué le fondement du champ de l'impact investing à Genève. Elle consiste, pour des gestionnaires d'actifs (ou *brokers* comme Harmony), à investir dans des institutions financières (MFI) dans des pays en développement. Ces MFI, à leur tour, offrent ensuite des services financiers (crédits, assurances, services bancaires) à des populations généralement *« exclues »* de tels services, d'où l'utilisation de la notion d' *« inclusion financière »* pour parler de la microfinance, que nous avons déjà rencontrée dans le chapitre 1. Par exemple, le principal fonds de microfinance de Green Lotus finance, entre autres, une institution de microcrédit, offrant des services de microcrédit en Bosnie-Herzégovine à des individus ciblés comme étant défavorisés, et à des PME locales :

> "[This MFI] was established in 2013 and is based in Bosnia and Herzegovina. [This MFI] works to reduce the economic causes of poverty in the country and is the second largest microfinance provider. Its mission is to assist the poor by specifically targeting client demographics including low-income households, women and veterans of the 1990s civil war, and aims to create new business opportunities that could eventually offer permanent and temporary jobs. [This MFI] offers microcredits to several sectors of the market and includes refinancing, agricultural, household and housing loans, as well as loans for small to medium enterprises. [This MFI] also operates an advisory centre that assists its clients with financial literacy and debt management. As of December 2018, 35% of its clients were women and 68% were located in rural areas." (Green Lotus, impact report, 2019)

La principale caractéristique de la microfinance commerciale pratiquée par les acteurs genevois est donc cette focalisation sur les pays émergents *via* le financement privé des MFI, par de la dette ou des prises de participation (capital-investissement) dans ces dernières[132]. Ce focus d'investissement

[131] D'autres *asset managers*, en dehors de leurs propres fonds, prennent aussi en charge des mandats.
[132] Dette privée et capital-investissement seront parfois abrégées par leur terminologie anglo-saxonne, plus courante dans le vocabulaire indigène : respectivement, *private debt* et *private equity*.

s'accompagne d'un ensemble de pratiques visant à soutenir, sur place, ces institutions de microfinance, qui souvent ne possèdent pas les compétences requises pour pratiquer leurs activités. Les acteurs genevois positionnés en microfinance proposent donc des services dits de *technical assitance* (TA) et de *capacity building* (CB). Appartenant au vocabulaire du développement, ces termes renvoient aux aides apportées aux organisations dans les pays en développement. Dans le cas de la microfinance, TA et CB sont des aides s'ajoutant aux investissements initiaux. Elles peuvent ainsi consister en l'envoi d'experts sur place ou la collaboration avec des organismes actifs sur le terrain, notamment des ONG pour aider les entreprises bénéficiaires des investissements :

> « [On a] une poche où on a des donations qui sont utilisées pour faire du *capacity building*. On fait ça surtout en Afrique et […] on identifie des acteurs locaux, qui eux passent du temps avec la boîte et font […] selon les besoins… donc ça peut être, je sais pas, du développement de MIS[133] à l'interne de la boîte. On peut faire du *training* sur le *risk management*, sur le *reporting social*, par exemple. Ça peut être n'importe quoi. Mais du coup, on a une poche pour ça et puis, nous, on fournit ce service également. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

Bref, il peut s'agir aussi bien de programmes de formation, que de dons pour favoriser le développement de certaines compétences au sein des entreprises financées. D'ailleurs, cette aide apportée sur place est facilitée par la présence des plus grands *asset managers* au sein d'antennes hors de Suisse. C'est le cas de Green Lotus et d'Harmony, comme nous l'avons précisé dans le chapitre 1. Dans la bouche de nos enquêtés, la distinction entre TA et CB n'est jamais clairement exprimée, bien que certains travaux tendent à associer la première pratique aux assistances fournies directement par les *asset managers*, et la seconde aux logiques d'enrôlement des acteurs locaux (comme les ONG) pour leur apporter une aide (Ismail, 2019).

En somme, les acteurs du pôle « microfinance » de l'impact investing genevois s'appuient sur des pratiques mêlant des investissements privés[134] classiques (en dette et prise de participation) et des pratiques issues du milieu du développement (comme la *technical assistance* et le *capacity building*), tout en se focalisant sur des projets visant l' « inclusion financière » des populations défavorisées, donc un impact essentiellement social.[135]

---

[133] MIS signifie *management information system*. Cela renvoie à l'ensemble des compétences nécessaires à la gestion et la protection des données au sein d'une organisation.

[134] Comme précisé dans le précédent chapitre, les investissements privés, de gré à gré, sont à distinguer des investissements publics, prenant place sur les marchés financiers, au sein d'entreprises cotées, et souvent disposant d'un plus grand capital.

[135] Pour les fondements de cette pratique et de ses objectifs, nous renvoyons à la section du chapitre 1 sur les origines et évolutions de la microfinance commerciale.

Le pôle « marchés émergents » : l'héritier de la microfinance

Très proche de ce pôle « microfinance », on trouve un ensemble d'organisations focalisées sur des investissements visant les marchés émergents. Elles ont donc le même focus géographique que les *asset managers* en microfinance, mais pas nécessairement le même modèle d'investissement. En effet, plutôt que d'investir dans des MFI, qui, à leur tour, offrent des services financiers à des bénéficiaires sur place, elles investissent directement dans des entreprises locales (généralement des PME[136]) censées avoir un effet positif sur les populations, que ce soit en leur offrant un accès à l'énergie, à l'éducation, ou encore à l'alimentation—un modèle que Gaspard Leblanc appelait d'ailleurs *« access to »*. Comme nous l'avions vu avec Lime, ce type d'impact investing s'inscrit dans le prolongement de la microfinance commerciale traditionnelle, tout en cherchant à s'en démarquer avec ces nouveaux modèles d'investissement dépassant la seule inclusion financière, tout en conservant cette focalisation sur les marchés émergents. Aux côtés de Lime, on peut identifier trois autres organisations—dont nous avions plus haut présenté la genèse—qui peuvent être rattachées à ce pôle « marchés émergents » : Steelax, Omnis et Transform.

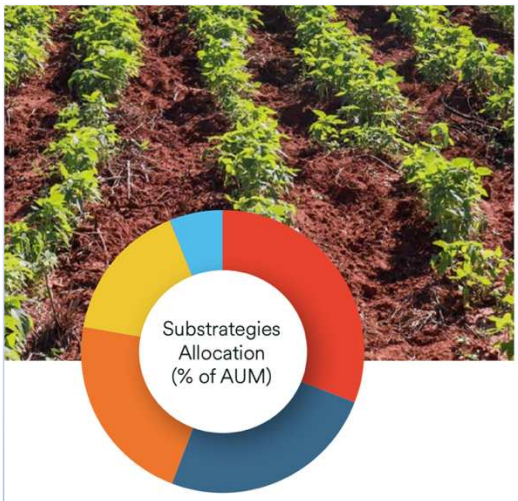
C'est donc *via* de la dette ou des prises de participation dans des entreprises à impact supposément positif sur les populations que ces *asset managers* déploient leurs investissements. Selon les *asset managers* et les fonds, les investissements sont réalisés dans des entreprises qui sont soit des startups, soit en phase de croissance et de consolidation—dans tous les cas, il ne s'agit généralement pas de grands groupes ayant déjà atteint leur maturité, comme l'indique Transform dans un flyer à destination des *investees* (*cf. Fig. 9*).

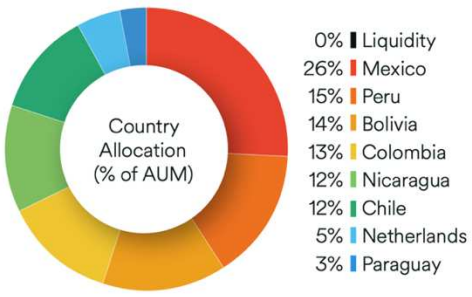
[136] La taille des entreprises bénéficiaires peut varier selon les *asset managers*. Bien que celles-ci soient plus susceptibles d'être en phase de croissance et/ou de moyenne ou petite taille, certains fonds, comme celui de Steelax peuvent aussi investir au sein de plus grands groupes actifs par exemple dans le domaine de la transformation alimentaire.

Fournir aux investisseurs qualifiés :	*Permettre aux acteurs économiques dans les pays émergents :*
1. une préservation du capital et création de richesse supérieure (*risk/return profile*), 2. au travers de capitaux déployés directement (dette ou prise de participation) auprès d'acteurs non-spéculatifs (donc créant de la valeur ajoutée) par leur(s) activité(s) économique(s), 3. dans des chaines de valeur ajoutée de matières premières - principalement agricoles et dans les pays émergents - sélectionnées pour leurs résilience et compétitivité économique, et 4. tout en (a) générant au travers de ces investissements des externalités positives définies et (b) s'assurant d'une adéquation des investissements et activités avec des critères disqualifiants en termes d'externalités négatives définies.	5. un accès au capital efficient, 6. de planifier et contrôler durablement le développement de l'activité économique, 7. au travers d'une croissance durable et augmentant la compétitivité de l'acteur économique, et 8. un « *footprint* » (a) respectueux en termes d'externalités négatives, (b) générateur d'un accroissement de richesse locale et (c) d'externalités positives directes.

Figure 7 — Tableau qui nous a été envoyé par la direction de Steelax pour résumer les objectifs initiaux de l'entreprise

L'impact visé par de telles approches de l'impact investing est donc principalement social (puisqu'il se focalise sur l'aide apportée à des populations de pays en développement, *cf. Fig. 7*), même si la notion environnementale est aussi présente, à la marge, dans les objectifs affichés, comme on peut l'observer en *Fig. 8*, par exemple dans la *« substrategy »* appelée *« circular industry »*, représentant 6% des actifs sous gestion.





Key economic data of the portfolio	Q3 2022	Q4 2022
Invested Portfolio (USD million)	47	51
Number of outstanding investees	33	29
Amount disbursed during the period (USD million)	11.0	14.3
Amount repaid during then period (USD million)	9.4	10.1

Figure 8 — Extrait du rapport trimestriel d'un fonds de Transform

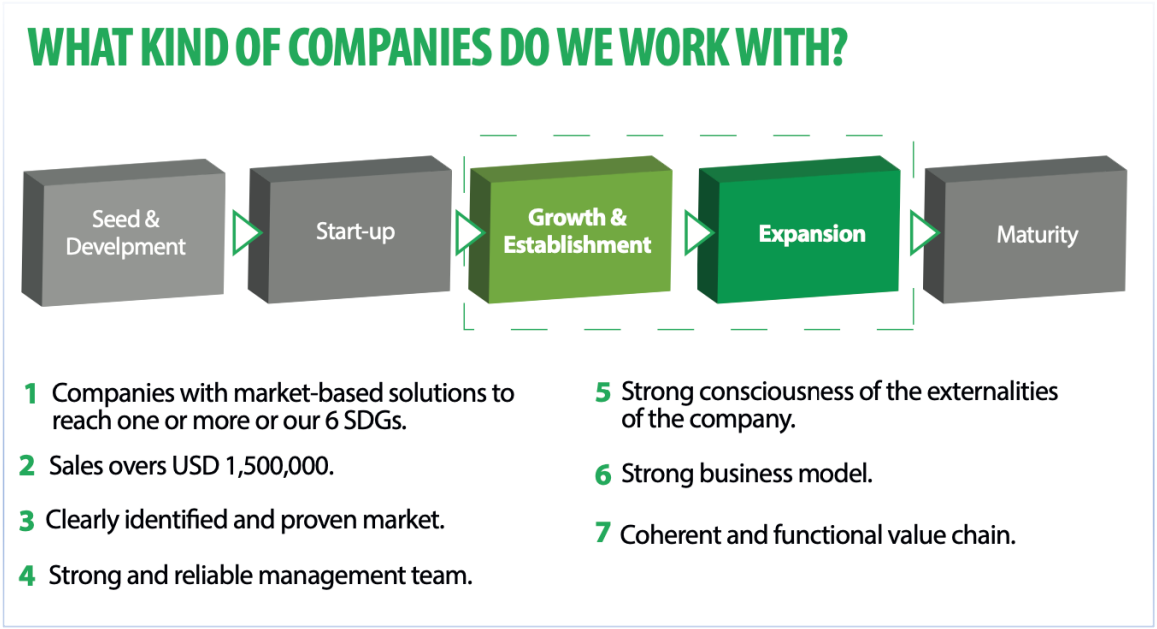


Figure 9 — Extraits du flyer de Transform destiné aux potentiels bénéficiaires d'investissements[137]

Par exemple, sur les thèmes de la sécurité alimentaire et de l'emploi de populations défavorisées, l'un des fonds de Lime finance une entreprise, basée en Côte d'Ivoire et productrice de beurre de karité, tel que précisé dans un de ses rapports d'impact :

> "Appreciating the potential of the shea industry, which is rapidly expanding in West Africa where demand for shea has grown by 600% over the past 20 years, the […] fund supported another shea butter processor in 2021 in neighboring Côte d'Ivoire […]. The country ranks as the fifth largest producer of shea butter, and, as is the case in Mali, the collection of shea kernels serves as an important source of income for rural women, who make up almost 70% of the country's agricultural labor force. The country also suffers from inadequate processing technology, which has limited its ability to fully benefit from growing international demand for shea. For this reason, the […] fund provided an 800,000 EUR investment to [this company], a shea butter processor and exporter based in Ferkéssédougou, in the north of Côte d'Ivoire. The company, which is the only industrial processor of the shea sector in Côte d'Ivoire, produces organic certified shea butter through the grinding of shea almonds and processing of raw shea butter. [The company] sources and produces shea butter entirely locally, and, through its operations, adds value to the sector, whilst employing a local workforce and sourcing shea kernels directly from 7,300 women collectors located in 60 different villages. The company's certification is renewed each year and ensures both the quality of the raw materials it receives as well as the traceability of these inputs. [The company's] current annual production capacity is 350 MT of shea butter." (Extrait du rapport d'impact de Lime, 2021)

Ainsi, bien que les bénéficiaires de ce type d'investissements diffèrent de ceux de la microfinance classique, de tels investissements à impact sur les marchés émergents reposent sur des principes similaires de soutien de populations défavorisées situées au sein du Sud Global, selon la recherche d'impacts principalement sociaux, et l'apport d'une aide locale aux entreprises ciblées. En effet, il

[137] Nous reviendrons dans la suite du chapitre sur le rôle et le traitement des objectifs de développement durables (SDG) des Nations unies dans la gestion et la mesure des impacts de ces investissements.

arrive que ces investissements s'accompagnent aussi de service ce TA et CB (*technical assistance* et *capacity building*), comme c'est le cas pour l'un des fonds de Lime :

> "Alongside the provision of financial products, the […] fund offers technical assistance (TA) to cooperatives, agri-SMEs and financial intermediaries in key areas such as strategy, environmental adaption, governance, operations, and financial management. This additional support helps them further strengthen their business and improve the impact of our intervention for smallholder farmers, while contributing to reduce risks for the Fund. In 2021, several TA interventions focused on the development of Enterprise Resources Planning (ERP) systems and HR management. Following the successful roll-out of TA to a Ghanaian soybean processing company, which helped it to develop an HR manual and standardized contracts, the organization reported improved levels of job satisfaction and higher staff retention rates." (Extrait du rapport d'impact de Lime, 2021)

Il y a donc une filiation très nette entre les pratiques de la microfinance commerciale genevoise et sa déclinaison *« frontier markets »/« access to »* [138]. Cette proximité pratique s'explique d'ailleurs par l'histoire de plusieurs des entreprises appartenant à ce deuxième pôle. Rappelons par exemple que Lime a été fondé par Pierre-Luc d'Autane à la suite de désaccords avec la direction de Green Lotus qui souhaitait rester focalisée sur les pratiques d'inclusion financière proposées par la microfinance. Cette proximité se traduit ainsi dans des porosités entre les pratiques des organisations appartenant au pôle « microfinance » et celles qui constituent celui des « marchés émergents », dans la mesure où, plus récemment, les pionniers de la microfinance comme Green Lotus ont développé des approches de type *« access to »* dépassant la seule inclusion financière, de même que Lime, initialement décidée à faire *« tout sauf de la microfinance »*[139], présente aussi un volet *« financial inclusion »* dans ses stratégies officielles, ainsi qu'un département dédié au sein de l'entreprise. En somme, plusieurs des organisations constituant le cœur de notre terrain présentent des multi-appartenances entre ces deux pôles particulièrement proches, aussi bien sur le plan des pratiques, que de leur histoire. Nous verrons que les deux autres pôles que nous allons présenter ont, eux aussi, certaines porosités avec les précédents.

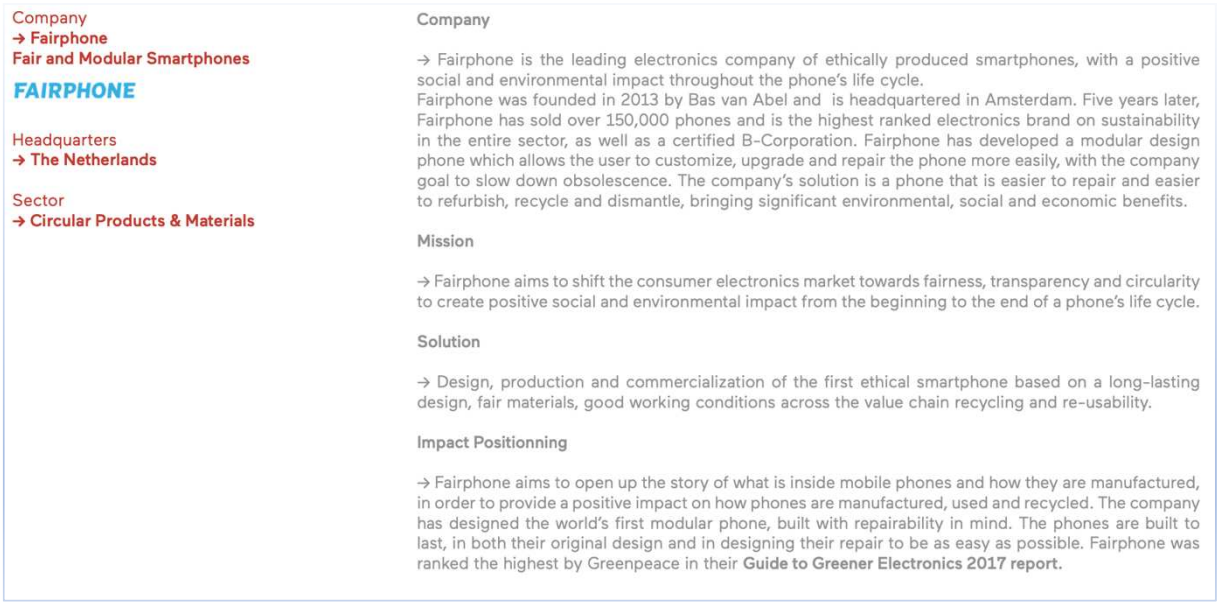
Le pôle environnemental : nouveaux enjeux et nouvelles pratiques

Le pôle suivant, que nous appelons « environnemental », est principalement représenté par une organisation, Regenae, même si—nous y reviendrons—certaines des organisations présentées plus hauts dans les autres pôles ont développé des pratiques se rattachant à ces logiques environnementales. Ce pôle se caractérise ainsi par des modes d'investissements visant des impacts dits environnementaux, là où les deux précédents avaient une focalisation principalement sociale. Si ces derniers présentaient, l'un par rapport à l'autre, une certaine continuité, le pôle

[138] Il s'agit de termes indigènes fréquemment utilisés pour parler des investissements à impacts réalisés dans des pays en développement avec des objectifs dépassant la seule inclusion financière promise par la microfinance.
[139] Il s'agit d'une phrase prononcée par Pierre-Luc d'Autane, cofondateur de Lime, lors d'un entretien.

environnemental s'en distingue, car il ne vise pas forcément les marchés émergents, ou les populations des pays en développement. Ainsi, Regenae réalise essentiellement des investissements privés en dette et prise de participation, au sein d'entreprises localisées dans des pays développés. Ces dernières sont typiquement en phase de croissance, parfois même au stade de startups, mais avec déjà au moins un produit sur le marché, comme l'indique en entretien une analyste de l'entreprise.

Les investissements avec focalisation sur les impacts environnementaux peuvent cibler divers objectifs, allant des énergies renouvelables à l'agriculture ou l'alimentation dites durables. Des bénéficiaires typiques de tels investissements peuvent ainsi être des entreprises produisant des panneaux solaires, ou du matériel informatique avec une faible empreinte environnementale comme Fairphone[140], présenté en *Fig. 10* (issu d'un rapport d'impact), ou encore des sociétés axées sur l'alimentation végétarienne, végane, voire sur l'agriculture biologique, comme celle présentée en *Fig. 11*.


Company
→ Fairphone
Fair and Modular Smartphones
FAIRPHONE

Headquarters
→ The Netherlands

Sector
→ Circular Products & Materials

Company

→ Fairphone is the leading electronics company of ethically produced smartphones, with a positive social and environmental impact throughout the phone's life cycle.
Fairphone was founded in 2013 by Bas van Abel and is headquartered in Amsterdam. Five years later, Fairphone has sold over 150,000 phones and is the highest ranked electronics brand on sustainability in the entire sector, as well as a certified B-Corporation. Fairphone has developed a modular design phone which allows the user to customize, upgrade and repair the phone more easily, with the company goal to slow down obsolescence. The company's solution is a phone that is easier to repair and easier to refurbish, recycle and dismantle, bringing significant environmental, social and economic benefits.

Mission

→ Fairphone aims to shift the consumer electronics market towards fairness, transparency and circularity to create positive social and environmental impact from the beginning to the end of a phone's life cycle.

Solution

→ Design, production and commercialization of the first ethical smartphone based on a long-lasting design, fair materials, good working conditions across the value chain recycling and re-usability.

Impact Positionning

→ Fairphone aims to open up the story of what is inside mobile phones and how they are manufactured, in order to provide a positive impact on how phones are manufactured, used and recycled. The company has designed the world's first modular phone, built with repairability in mind. The phones are built to last, in both their original design and in designing their repair to be as easy as possible. Fairphone was ranked the highest by Greenpeace in their **Guide to Greener Electronics 2017 report.**

Figure 10 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (1/2)

[140] Non anonymisé.

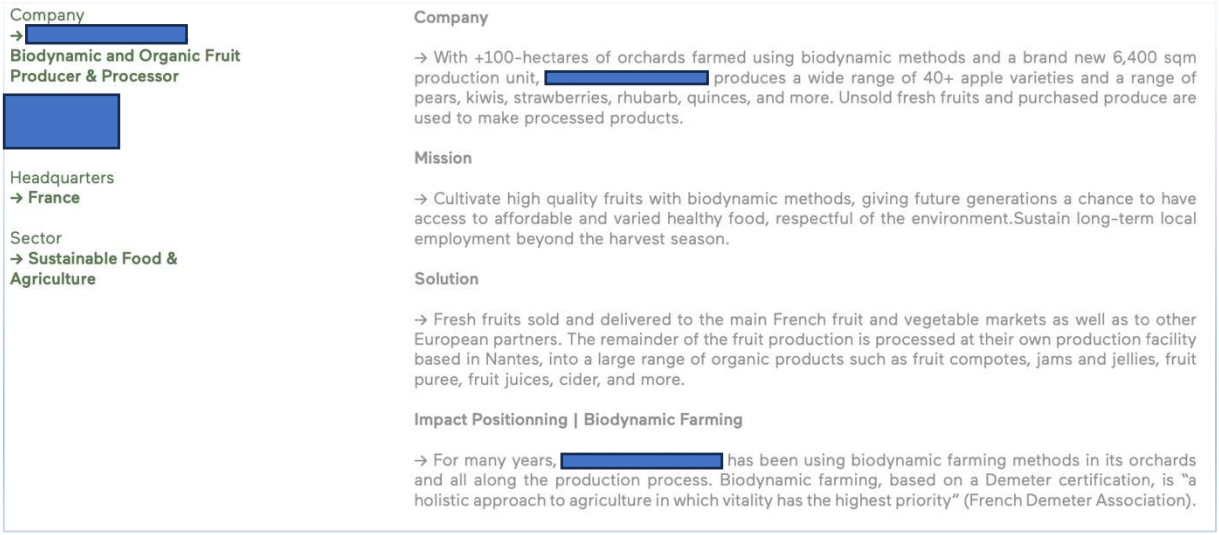


Figure 11 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (2/2)

Enfin, ici encore, il est important de noter les porosités entre le pôle environnemental et les précédents pôles présentés. En effet, les entreprises représentatives des pôles « microfinance » et « marchés émergents » positionnent également certains de leurs investissements sur l'axe environnemental, en promettant, en plus de l'inclusion financière et du soutien de populations défavorisées, une focalisation sur des *business models* à impact environnemental positif. Dans le cas de la microfinance, la porosité avec les investissements à impacts environnementaux se fait *via* les potentialités multiples que peuvent avoir les produits d'inclusion financière. En effet, si le modèle du microcrédit ou de l'ouverture de services bancaires, des assurances peuvent aussi être proposées par les institutions de microfinance (MFI). Par exemple, Green Lotus revendique une approche en termes de *« finance environnementale »* en finançant des MFI offrant à des populations défavorisées des services d'assurances les prémunissant contre des risques environnementaux (maladies du bétail, sécheresses, catastrophes naturelles, etc.) :

> "One of the objectives of the Green Lotus managed Fund A[141] is therefore to support smallholder farmers in becoming more resilient and manage better risks related to negative weather events by providing them with tailored agricultural insurance solutions for extreme weather events and natural catastrophes. To this end, Fund A provides financing and technical assistance for its investees, co-developing crop insurance products targeting smallholder farmers. In some cases, the crop insurance covers the whole cycle from planting to harvesting. In addition, some Fund A investees also provide agronomic advice to their client farmers on the best crops, methods to increase productivity, and ways to best integrate vital geographical and climate data. For example, [a scheme], jointly launched by Fund A, Fund B and Fund C in January 2018, will increase access to finance and provide post disaster recovery lending to rural families and smallholder farmers who live on or below the poverty line and participate in Fund B's microfinance network. By using climate data, Fund B affiliates and other financial institutions will be able to make better lending decisions, and farmers better farming decisions, by decreasing uncertainties linked to changes in weather patterns and climate volatility." (Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2019-2020)

[141] Fund A (anonymisé) est un fonds de Green Lotus dédié aux investissements dans des MFI offrant des services d'assurance. Idem pour Fund B et C.

Des jonctions entre les pratiques du pôle « marché émergents » et les enjeux environnementaux sont aussi observables, par exemple au sein de Steelax, dont certains des investissements dans des entreprises de pays émergents ont aussi des ambitions environnementales, notamment à travers le développement d'infrastructures agroalimentaires visant une empreinte carbone réduite, comme une entreprise, présentée sur le site *web* de Steelax (*cf. Fig. 12*), produisant de l'huile de tournesol avec des objectifs de réduction de son empreinte carbone.

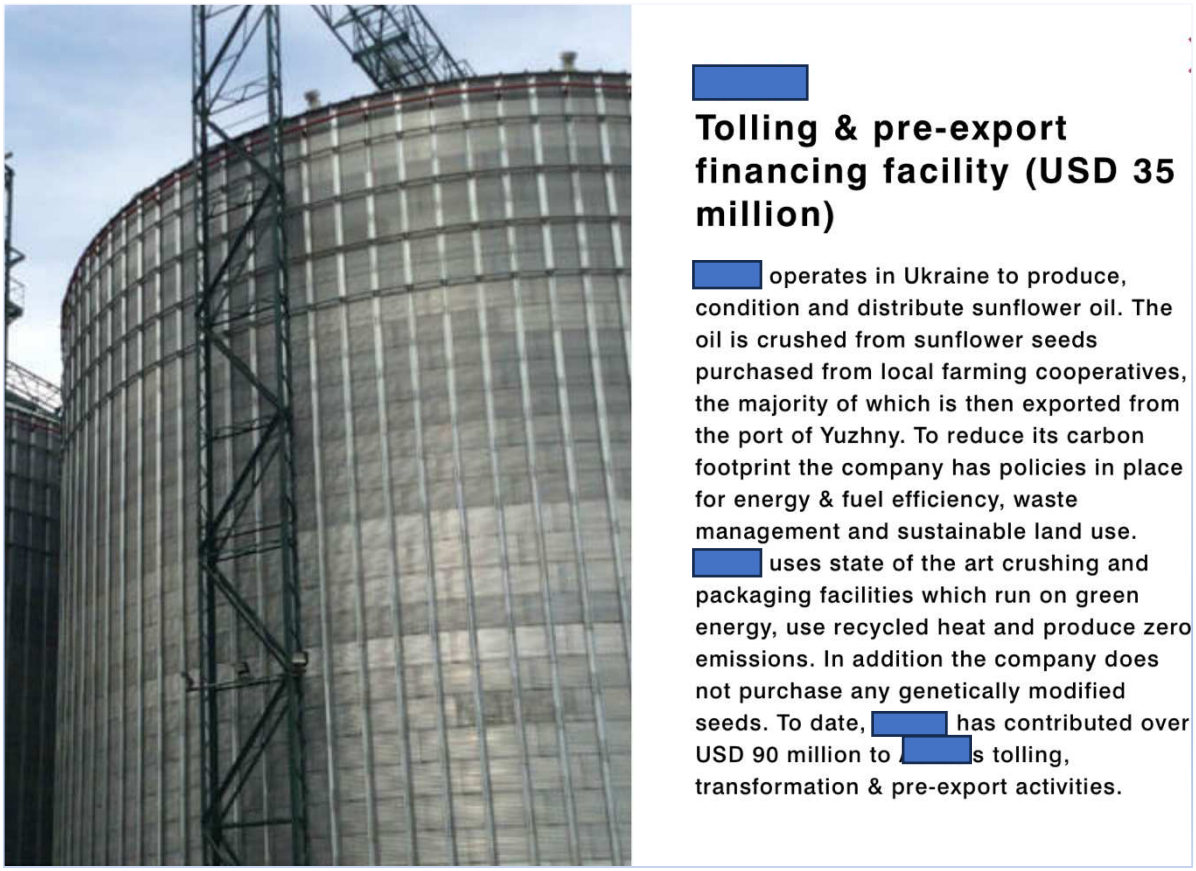


Figure 12 — Présentation d'une entreprise bénéficiaire des investissements conduits par Steelax, site web, 2023

Le pôle mainstream *et la « dilution » de l'impact*

Enfin, nous identifions un quatrième pôle, que nous qualifions de « *mainstream* », car il se définit par des modèles d'investissements proches de ceux que l'on trouve dans la finance classique. Le terme « *mainstream* » est avant tout un concept indigène : il est souvent utilisé par les acteurs interviewés pour parler de la finance classique, *i.e.* sans prétention d'impacts sociaux et/ou environnementaux. Mais c'est aussi un terme présent dans la littérature sur les marchés moraux, renvoyant à des initiatives de moralisation qui s'éloignent progressivement des milieux militants, pour rejoindre des

acteurs et modèles économiques plus conventionnels (Le Velly, 2015). Un parallèle peut être dressé avec notre cas, où des initiatives initiales font face à un élargissement du champ, et à l'émergence de pratiques proches de la finance classique, conventionnelle.

Au sein des trois autres pôles, les principaux modes d'investissements sont la *private debt* et le *private equity* (investissements privés en dette ou prises de participations), c'est-à-dire la réalisation d'investissements de gré à gré, hors des places boursières. Ce mode d'investissement correspond davantage au ciblage d'entreprises de petite et moyenne tailles, qui, comme nous l'avons vu, peuvent être encore en phase de croissance. À l'opposé de ce modèle se trouvent les investissements listés, en particulier la *public (*ou *listed) debt* et le *public equity*. Il s'agit ainsi d'investir en dette ou prise de participation *via* des *exchanges*, des *stock markets*, sans nécessairement avoir un rapport direct avec les *investees*, un engagement de long terme avec eux. Les marchés listés offrent généralement une transparence importante sur la stabilité financière des entreprises, et donc, un certain nombre de garanties pour les investisseurs, alors que les marchés privés offrent plus de flexibilité, car les termes de l'investissement sont fixés directement entre l'investisseur et l'*investee*. Dans la mesure où l'émission de titres sur les marchés listés requiert de la part des entreprises une conformité à de nombreuses régulations financières et comptables[142], ce sont généralement des firmes plus établies ou de plus grande taille qui y sont présentes[143]. Bien que le marché de l'impact investing à Genève reste largement dominé par l'approche privée, les fonds mixant investissements privés et listés ont vu leur nombre croître depuis les années 2010. En effet, comme l'indique Harmony dans un rapport réalisé avec le Secrétariat suisse des affaires économiques (*cf. Fig. 13*), ces fonds mixtes (*mixed*) sont passés de 4 à 9 entre 2010 et 2018, parmi les entreprises de gestion d'actifs à impact en Suisse.

[142] Cela peut également être coûteux.

[143] Nous attirons l'attention sur le fait qu'une entreprise qui émet des titres de *listed debt* n'est pas nécessairement listée elle-même sur un *exchange*. De même, émettre de la dette privée n'est pas réservé à des entreprises non listées. Néanmoins, pour les raisons évoquées avant, la dette listée est souvent le privilège de groupes déjà établis, là où le recours à la dette privée est très souvent un moyen pour de plus petites structures d'obtenir un financement, en particulier dans le cas de l'impact investing genevois.

For Swiss specialized impact investment fund managers, private debt also represents the dominant asset class (Figure 9). An important evolution since 2010 has been the establishment of several equity impact funds, which have tripled in number since 2010. Mixed investment products, which are third in line, mostly invest through a blend of private debt and private equity.

Figure 9
Swiss Impact Investment Products by Asset Class

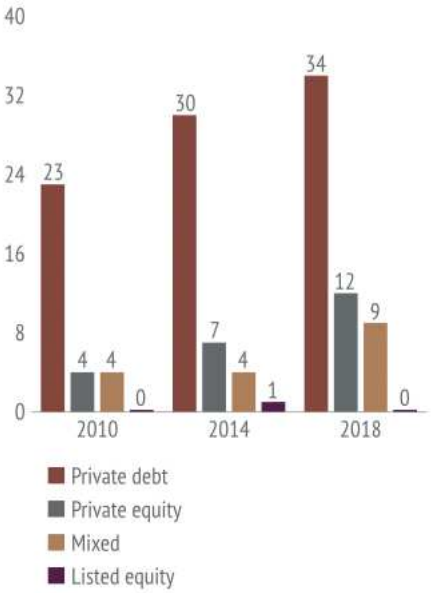


Figure 10
Swiss Impact Investment Products by Size



Figure 13 — Extrait d'un rapport d'Harmony et du Secrétariat suisse des affaires économiques (SECO), 2019[144]

Une telle approche de l'impact investing implique parfois d'adopter des pratiques différentes de celles que nous avons identifiées dans les trois autres cas. L'entreprise du champ de l'impact genevois représentant particulièrement bien ce pôle est Hecate[145], que nous avions aussi présentée dans le premier chapitre. Cet *asset manager* choisit ses bénéficiaires selon un certain nombre de

[144] Ce rapport s'appuie sur des données collectées auprès d'un échantillon d'entreprises suisses dites d'impact investing qui diffère du nôtre, pour deux raisons : 1) il inclut des entreprises non genevoises, 2) il exclut certaines entreprises genevoises que nous avons incluses dans notre enquête. Ses conclusions générales restent néanmoins valides au regard de notre propos.

[145] Comme précisé plus haut, très récemment, l'entreprise Hecate a racheté une autre entreprise d'impact investing localisée en Suisse alémanique, Straviam. Cet autre *asset manager* possède des produits en *private debt* et *private equity*. Ainsi, Hecate intègre aussi de tels produits aujourd'hui. Néanmoins, au moment de l'enquête, Hecate était exclusivement positionnée sur des produits listés.

critères dits « ESG[146] » ainsi que des règles d'exclusion[147]. On peut trouver, sur le site d'Hecate, l'exemple d'une entreprise bénéficiaire axée sur le développement de plateformes éducatives en ligne, dédiées à un public américain. La *Fig. 14* représente l'extrait d'un rapport de fonds d'Hecate, récapitulant une partie des *investees* composant ce dernier, et le pourcentage qu'ils représentent. On remarque dans cette liste une prépondérance de grandes entreprises américaines, incluant notamment des multinationales informatiques et de divertissement (Microsoft, Adobe, Intel, Activision Blizzard) et des grandes banques (Bank of America).

Ce modèle d'investissement se différencie donc très fortement des précédents : plutôt qu'un positionnement en termes d'assistance à des populations défavorisées, ou la consolidation d'entreprises dites à impact en phase de croissance, cette pratique de l'impact investing plus *mainstream* mise sur une sélection plus large à partir de critères ESG, et sur la mise en place d'un « activisme actionnarial » (Waeger et Mena, 2019), qui consiste à prendre la parole au sein des assemblées d'actionnaires des entreprises dans lesquelles des parts ont été acquises, pour promouvoir des objectifs sociaux ou environnementaux. En participant aux votes d'actionnaires, Hecate affirme pousser ces entreprises vers la réalisation d'impacts positifs.

[146] Les critères ESG permettent d'évaluer la conformité d'une entreprise à un certain nombre de principes environnementaux, sociaux, et de gouvernance. Ils évaluent de manière combinée la politique de l'entreprise selon ces critères, sans nécessairement questionner le cœur de l'activité de l'entreprise, ou ses objectifs d'impact. Nous reviendrons plus loin dans le chapitre sur les problématiques liées à l'utilisation de tels standards dans les processus de mesure des impacts.

[147] La notion d'exclusion renvoie aux pratiques consistant à ne pas investir dans certains domaines, typiquement les armes, le tabac, la pornographie, etc. Il s'agit d'une pratique traditionnellement associée aux « investissements socialement responsables ».

Description	Number of Shares/ Face Value	Currency	Cost	Market Value	% Net Assets
Switzerland					
TE CONNECTIVITY /REG SHS	9,976	USD	1,286,864	1,348,855	1.48
			1,286,864	**1,348,855**	**1.48**
Turkey					
ARCELIK AS	338,561	TRY	1,448,241	1,161,338	1.27
			1,448,241	**1,161,338**	**1.27**
United States of America					
ACTIVISION BLIZZARD INC	4,926	USD	457,904	470,137	0.52
ADOBE INC	742	USD	358,310	434,545	0.48
AMERICAN STATES WATER CO	6,546	USD	493,625	520,800	0.57
AMERICAN WATER WORKS CO INC	2,764	USD	424,681	426,015	0.47
AMPHENOL CORPORATION -A-	18,295	USD	1,251,566	1,251,561	1.37
ANALOG DEVICES INC	3,390	USD	478,212	583,622	0.64
APPLIED MATERIALS INC	3,125	USD	329,666	445,000	0.49
ARROW ELECTRONICS INC.	6,101	USD	729,446	694,477	0.76
ATKORE INC	4,019	USD	230,940	285,349	0.31
AVANGRID INC	7,016	USD	371,174	360,833	0.40
AVNET INC	19,508	USD	732,983	781,881	0.86
BADGER METER INC.	10,962	USD	1,038,687	1,075,591	1.18
BANK OF AMERICA CORP	10,919	USD	453,862	450,190	0.49
BELDEN INC	3,445	USD	156,395	174,214	0.19
BROADCOM INC	976	USD	429,847	465,396	0.51
BRUKER CORP	23,802	USD	1,547,181	1,808,476	1.98
CALIFORNIA WATER SERVI. GRP	8,217	USD	449,113	456,372	0.50
CASELLA WASTE SYSTEMS INC. A	13,454	USD	883,124	853,387	0.94
CHEMED CORP	4,647	USD	2,214,815	2,205,002	2.42
COMFORT SYSTEMS USA INC.	5,827	USD	454,866	459,109	0.50
DANAHER CORP	8,524	USD	1,986,031	2,287,501	2.51
DARLING INGRED --- SHS	17,311	USD	1,195,756	1,168,493	1.28
DOCUSIGN INC	1,628	USD	462,666	455,140	0.50
EMERSON ELECTRIC CO.	7,305	USD	671,722	703,033	0.77
ENERGIZER HOLDINGS INC	43,088	USD	1,853,199	1,851,922	2.03
ESSENTIAL UTIL RG	9,565	USD	449,521	437,121	0.48
EVERSOURCE ENERGY	5,553	USD	473,269	445,573	0.49
EXPONENT INC	6,881	USD	583,897	613,854	0.67
GRACO INC	8,727	USD	654,051	660,634	0.72
GREEN PLAINS INC	13,218	USD	439,262	444,389	0.49
HUBBELL INC	5,048	USD	828,288	943,168	1.03
INST BLDNG PROD	6,345	USD	800,222	776,374	0.85
INTEL CORP.	14,380	USD	880,346	807,293	0.89
INTUIT	935	USD	385,243	458,309	0.50
IROBOT CORP	5,940	USD	653,564	554,737	0.61
ITRON INC	3,688	USD	358,493	368,726	0.40
KEYSIGHT TECHNOLOGIES INC	8,518	USD	1,210,487	1,315,264	1.44
KLA CORPORATION	1,997	USD	592,662	647,447	0.71
KNOWLES CORPORATION	6,739	USD	134,079	133,028	0.15
KULICKE & SOFFA INDUST	27,526	USD	1,386,063	1,684,591	1.85
LINCOLN ELECTRIC HLDGS INC	6,436	USD	849,615	847,686	0.93
LITTELFUSE INC	1,181	USD	294,063	300,907	0.33
MASTERCARD INC. SHS-A-	1,197	USD	425,990	437,013	0.48
MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	3,686	USD	356,674	388,357	0.43
MICROSOFT CORP.	1,715	USD	408,843	464,594	0.51
MODIVCARE RG	5,774	USD	855,271	981,984	1.08

Figure 14 — Extrait du rapport semi-annuel d'un fonds d'Hecate, présentant une partie des entreprises investees

Si Hecate est, à Genève, le principal représentant de ce pôle *mainstream*, notons là encore la porosité qu'il présente avec d'autres entreprises. En particulier, Green Lotus, essentiellement axé sur des activités de microfinance, a été absorbée en 2019 par le groupe Richters (un gestionnaire d'actif international positionné en finance classique), comme vu dans le premier chapitre. Depuis, Green Lotus a développé de nouvelles approches plus *mainstream*—pour reprendre le vocabulaire indigène—de l'impact investing. Par « *mainstream* », nous faisons référence—au croisement entre la définition indigène et le concept issu de la littérature—à des approches d'investissement qui se rapprochent de la finance conventionnelle, et qui visent donc un public d'investisseurs plus large.

Par exemple, Green Lotus lance en 2021 et 2022 deux fonds « Richters » en *listed debt*, visant essentiellement des institutions financières de plus grande taille que les traditionnelles MFI des autres fonds, mais aussi le secteur industriel, l'énergie, et d'autres domaines, comme résumé dans ce diagramme présenté sur le site de Green Lotus (*cf. Fig. 15*, ci-dessous).

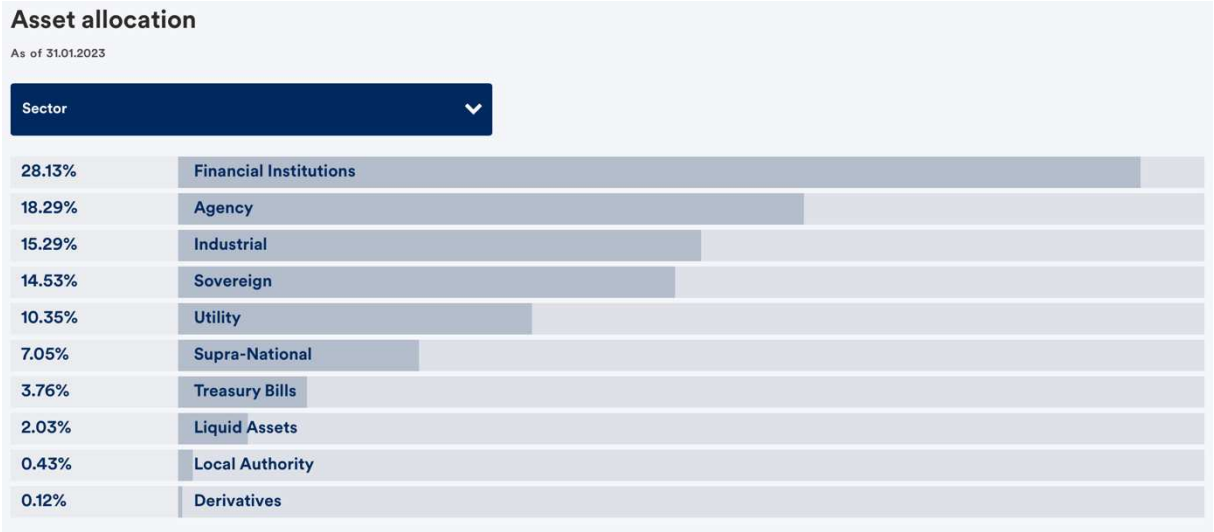


Figure 15 — Répartition des investissements d'un fonds Richters-Green Lotus en listed debt, selon le secteur d'activité des entreprises bénéficiaires, site web de Green Lotus, 2023

De même, à la différence des traditionnels investissements de microfinance focalisés sur les pays du Sud Global, les stratégies en *listed debt* sont beaucoup plus variées en termes de focus géographique. En effet, elles incluent une plus grande variété de bénéficiaires, y compris au sein de pays développés comme les États-Unis, ou même des firmes transnationales (*cf. Fig. 16*, ci-dessous). À ce titre, il est utile de comparer la *Fig. 15* avec la *Fig. 16* pour comprendre les importantes différences de stratégies d'investissement entre les fonds *frontier market* ou *financial inclusion* plus classiques (comme celui de Transform, *supra*), et les approches en *listed debt*, comme celle de Green Lotus : chez Transform, les *investees* se situent principalement dans des pays d'Amérique du Sud et centrale (Mexique, Pérou, Bolivie, Colombie, Nicaragua, Chili), alors que Green Lotus, avec le fonds Richters, investit en premier lieu dans des entreprises américaines (8,37%) et transnationales (7,05%).

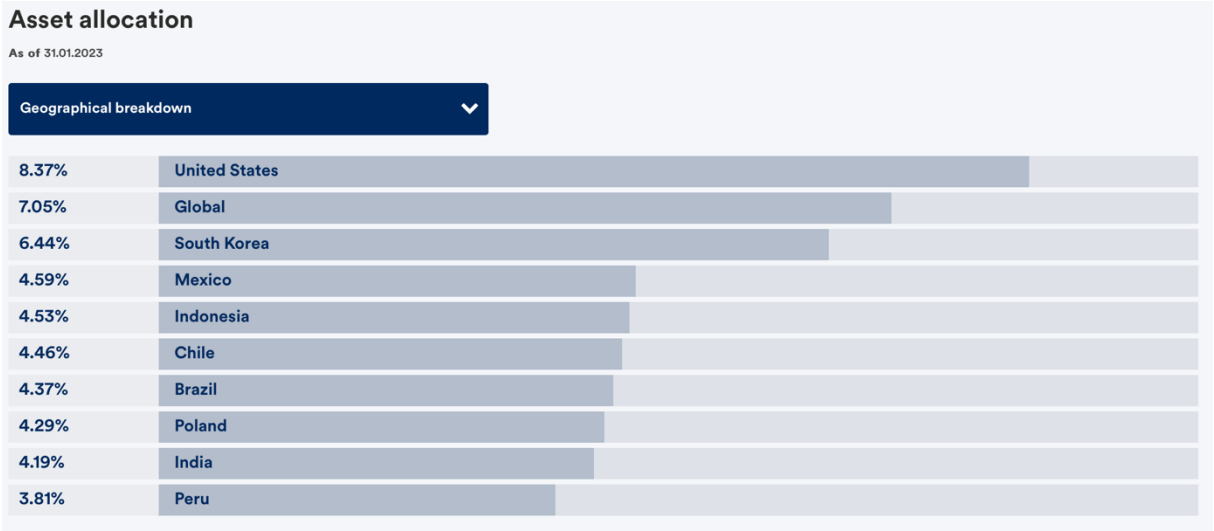


Figure 16 — Répartition des investissements d'un fonds Richters-Green Lotus en listed debt, selon la localisation des entreprises bénéficiaires, site web de Green Lotus, 2023

En somme, ce dernier pôle *mainstream* présente d'importantes différences pratiques par rapport aux précédents, que ce soit sur le plan du statut des entreprises bénéficiaires visées, leur localisation géographique, ou les classes d'actifs choisies. Pour autant, nous notons là encore les continuités que certains acteurs du champ de l'impact investing genevois entretiennent entre ces pôles, dans la mesure où Green Lotus mixe des approches de microfinance classique, avec des stratégies listées, rapprochant ses pratiques de celles d'Hecate.

Conclusion : à Genève, un espace des pratiques diversifié mais fluide

Ce tour d'horizon des pratiques d'investissement observables dans le champ genevois de l'impact investing donne ainsi à voir une grande diversité d'approches parmi les différents acteurs. Bien que l'impact investing s'y soit initialement construit autour de la microfinance commerciale, les évolutions du champ identifiées dans le chapitre 1, et les mécanismes endogènes qui les caractérisent débouchent sur un espace des pratiques hétérogène. Comme nous l'avons montré en partie dans le chapitre 1, cette hétérogénéité résulte notamment de l'utilisation commerciale et stratégique de la catégorie « impact investing », selon des jeux de distinction, des relations interpersonnelles ou encore rivalités internes qui sont le fait des dynamiques endogènes du champ. Nous avons cherché à identifier les proximités de ces pôles de pratiques avec chacun des huit *asset managers* en impact investing constituant le cœur de notre étude. Pour établir ces affinités, nous avons comparé les pratiques de chaque entreprise selon les quatre critères établis plus haut (type d'*investee*, type d'investisseur, mode d'investissement, processus d'investissement), avec les caractéristiques-types de chacun des pôles. Si une entreprise possède de nombreuses similarités avec l'un des pôles, on parlera d'une affinité élevée, et inversement. Pour autant, une même

entreprise peut présenter une affinité forte avec plusieurs pôles. Par exemple, Green Lotus a une affinité maximale avec le pôle « microfinance », car elle propose des investissements dans des institutions financières dans les pays du sud, avec TA et CB, et suivi de terrain, mais elle présente aussi une affinité avec le pôle « *mainstream* » puisqu'elle gère aussi des fonds incluant des entreprises listées. Le *Tab. 2*, ci-dessous, récapitule ces affinités. Il offre ainsi une représentation schématique de l'espace des pratiques selon les différents acteurs de notre terrain et permet de mieux les situer les uns par rapport aux autres.

Tableau 2 — Affinité des entreprises avec chacun des pôles identifiés

Nom	Volume d'actifs sous gestion[148] (USD)	Pôle de pratiques 1 — Microfinance	Pôle de pratiques 2 — Marchés émergents	Pôle de pratiques 3 — Environnement	Pôle de pratiques 4 — *Mainstream*
Green Lotus	3,5 Md	++	+	-	+
Harmony	2,9 Md	++	-	-	-
Lime	300 M	+	++	+	--
Transform	300 M	+	++	+	--
Omnis	100 M	+	++	+	--
Steelax	650 M	--	++	+	-
Regenae	75 M	--	--	++	--
Hecate	100 M	--	--	+	++

Lecture : ***++*** *signifie que l'activité principale correspond à ce pôle ;* ***+*** *signifie que des affinités avec ce pôle sont observées ;* ***-*** *signifie que peu d'affinités sont observées avec ce pôle ;* ***--*** *signifie qu'aucune affinité n'est observée avec ce pôle.*
N. B. 1 *: ces représentations ne correspondent pas à des mesures quantifiées, mais à notre propre classification selon les critères exposés précédemment, destinée à aider à la compréhension des pratiques des divers acteurs du champ.*
N. B. 2 : *le lecteur considérera qu'il existe un continuum allant de -- à ++. Le choix d'utiliser deux symboles différents (+ et -) est avant tout visuel ; il permet de remarquer rapidement les différences et proximités entre les entreprises.*

De récents travaux notent, comme nous le faisons ici, cette hétérogénéité des pratiques de finance d'impact, de leur classification et de leur qualification. Par exemple, Bracking *et al.* (2023) observent les évolutions autour des *green bonds*, et les polémiques autour d'une nouvelle catégorie, les *transition bonds*. Comme pour l'impact investing genevois, le cas des *green/transition bonds* révèle la variabilité des catégories encore en formation au sein des marchés de produits financiers dits durables. Bracking *et al.* soulignent ainsi l'existence de conceptions plus ou moins « pures » des *green bonds*, faisant écho à la dualité entre approches *mainstream* et approches centrées sur des *investees* plus

[148] Estimés en recoupant des sources internes aux organisations, et des données externes (notamment des sites de listing des fonds). En raison de la variabilité des sources et des différences entre les modes de comptabilité, les valeurs peuvent être inexactes et doivent être interprétées comme des ordres de grandeur.

défavorisés, comme au sein du pôle « microfinance ». Notre analyse renforce et complète alors ces travaux existants, en relatant cette diversité dans un espace social géographiquement ancré et en la mettant en lien avec son histoire propre. Dans l'introduction de ce chapitre, en lien avec les travaux existants sur les diversités pratiques de l'impact investing, nous questionnions les mécanismes permettant à une telle diversité de s'exprimer. En objectivant et catégorisant cette diversité, des éléments de réponse apparaissent.

Premièrement, l'identification des pôles réalisée dans cette section nous permet d'objectiver à la fois l'hétérogénéité, mais aussi la fluidité de ces pratiques. Par fluidité, nous faisons référence au fait que ces pôles ne définissent pas des pratiques étanches. Ainsi, dans notre identification de ces derniers, nous avons parfois pris comme exemple une même entreprise pour illustrer plusieurs pôles différents, et le tableau récapitulatif montre que ces entreprises ont rarement des pratiques qui seraient cantonnées à un seul pôle. De toute évidence, cette fluidité est à mettre en lien avec les innovations, scissions et redéfinitions successives qui ont façonné le champ, comme nous l'avons vu dans le premier chapitre : elle est ainsi caractéristique d'une structuration du champ laissant une grande place aux logiques internes d'autodétermination et de positionnement opportuniste[149], en opposition à ce que serait une détermination concertée des pratiques, ou la conformité à des lois ou une instance de régulation soit externe, soit positionnée en surplomb du champ. En d'autres termes, si une telle diversité peut exister, c'est parce qu'elle est autorisée par l'organisation endogène et autonome du champ. Celle-ci permet aux différentes organisations de revendiquer une approche de l'impact qui leur est propre et s'inscrit dans l'origine de leur histoire et de leur entrée sur le marché de l'impact investing. Deuxièmement, cette fluidité va de pair avec une proximité entre les différents pôles de pratiques. Dans la mesure où les organisations du champ jonglent assez librement entre différents types de pratiques, aucun pôle n'est parfaitement isolé. Autrement dit, même si certaines approches plus « puristes » comme la microfinance se détachent, dans les pratiques, le pôle *mainstream* n'est pas marginalisé car même des pionniers de la microfinance, comme Green Lotus, y empruntent occasionnellement certaines pratiques. Il en résulte un « air de famille »—pour reprendre métaphoriquement la formule de Wittgenstein (2014)—entre ces différents pôles qui les lie au sein d'un spectre ne marginalisant aucune pratique. Cela est particulièrement visible dans le *Tab. 2* où notre classification montre que les pratiques multiples des différentes entreprises ne rendent aucun pôle étanche aux autres : aucun n'est représenté par une seule entreprise et chacun des pôles est ainsi très visuellement relié aux autres.

[149] Le terme est ici dénué de son potentiel caractère péjoratif. Il renvoie à la manière dont ces individus et organisations ont souvent déterminé leurs approche et pratiques de l'impact investing selon les opportunités qui se présentaient à eux à un certain moment de l'évolution interne du champ.

À l'issue de cette première étape d'identification des pôles, nous proposons de questionner la manière dont cette organisation de l'espace des pratiques articule moralités à l'œuvre. En effet, les pratiques très variables observables au sein de ces différents pôles renvoient généralement à des interprétations différentes de ce qu'est l'impact positif d'un investissement, et sont donc associées à des discours moraux différents (partie « portée morale » des conventions de qualité, *cf. Tab 1*). Dans la prochaine section, nous chercherons donc à mettre au jour le lien entre cet espace des pratiques hétérogène et fluide, et les variations de moralités au sein de cet espace marchand.

b. D'un espace des pratiques hétérogène et fluide à des moralités variables

Comme précisé dans les premières pages de cette thèse, notre conception de la moralisation des marchés prend appui sur les littératures européennes examinant les projets cherchant à implanter des valeurs supposément vertueuses au cœur de situations marchandes, dans le but d'améliorer ou de rectifier ces dernières, par différents moyens, pour les faire correspondre à un certain idéal moral (Geiger et al., 2014 ; Schiller-Merkens et Balsiger, 2019 ; Stehr, 2008). Dans cette perspective, nous cherchons à mettre au jour, dans le cas de l'impact investing à Genève, les caractéristiques spécifiques d'un processus de moralisation que nous estimons guidé par de puissantes dynamiques endogènes. Un moyen de caractériser un tel projet est d'interroger les fondements moraux sur lesquels il s'appuie. Au sein des cas traités par la littérature, il est généralement aisé d'identifier les principes forts sur lesquels un projet de moralisation marchande s'appuie. Par exemple, de tels projets peuvent consister dans la mise en place de projets commerciaux présentés comme éthiques vis-à-vis du traitement des animaux et de l'impact de leur consommation sur l'environnement, comme nous avons pu le voir dans une précédente recherche (Kabouche, 2019). D'autres cas se focalisent sur les mouvements anti-sweat shops et la mode éthique (Balsiger, 2016b), ou encore l'alimentation biologique (Fouilleux et Loconto, 2017 ; Leroux, 2015), et de nombreux autres enjeux.

Sur le terrain, les praticiens de l'impact investing ne mettent pas en avant le concept de « moralité ». Néanmoins, ils tiennent des discours et justifient leurs pratiques au prisme de catégories que cette littérature qualifie de « morales », appuyées sur une certaine conception de ce qui est bon, nécessaire et désirable pour faire le bien[150]. En effet, dans ce paysage de « moralisations marchandes », l'impact

[150] Nous avons noté à plusieurs occasions qu'un slogan du mouvement de l'impact investing est *« doing well by doing good »*.

investing présente lui aussi un projet de moralisation affirmé[151], d'abord à l'échelle globale du mouvement, dont les initiateurs revendiquent un *« monde dans lequel les marchés financiers sont au service des gens et de la planète »*[152] ; et ensuite à l'échelle locale, comme le montrent les ambitieuses promesses globales exposées sur les sites web des différents *asset managers* genevois :

> "Founded in 2010 in Geneva, Regenae is a pioneer in impact investing, financing innovative companies which strengthen the transition towards a regenerative economy and a one-planet world." (Site *web* de Regenae)
>
> "Impact investments aim to make a tangible positive difference." (Site *web* de Green Lotus)
>
> "Our vision is to improve the human capacity to live together on the planet." (Site *web* d'Harmony)

Mais comment ces promesses très générales se concrétisent-elles dans les principes guidant les pratiques adoptées par ces organisations ? Dans cette section, nous chercherons à identifier les moralités à l'œuvre dans l'espace des pratiques présenté précédemment, en montrant qu'une particularité de l'impact investing à Genève réside dans la forte indétermination des objectifs moraux portés dans le présent cas. Autrement dit, au-delà d'une vision commune selon laquelle la finance peut se mettre au service du bien—avec toute l'ambiguïté que cette assertion implique—, nous étudierons la manière dont cette promesse se concrétise dans des pratiques moralement indexées. L'identification de ces morales d'investissement variées s'accompagnera de l'association de ces morales aux différents pôles de pratiques. Enfin, en reliant des types de pratiques marchandes et des conceptions morales marchandes (que nous assimilons aux « justices » de la théorie des conventions), nous identifierons ainsi deux éléments majeurs qui, une fois associés, forment des conventions de qualité. Identifier ces conventions nous permettra alors de mieux caractériser la diversité morale et pratique qu'elles reflètent dans le champ, et les facteurs qui lui permettent de prospérer.

Comme précisé plus haut, au-delà de l'étude des motivations individuelles des investisseurs d'impact (Hellman, 2020 ; Roundy, Holzhauer et Dai, 2017), relativement peu de travaux ont examiné la manière dont les promesses de l'investissement d'impact se matérialisent dans des pratiques. Mais plus largement, quand elle aborde des enjeux pratiques, la littérature en sociologie économique sur les marchés moralisés examine le plus souvent la morale au prisme des dispositifs de jugements, comme des labels ou standards, et les controverses autour de ces dernières (Balsiger, 2014, 2016a ; Dubuisson-Quellier, 2013, 2018b ; Le Velly, 2012 ; Reinecke, Manning et Von Hagen, 2012). En revanche, plus rares sont les travaux sur les pratiques concrètes des acteurs marchands

[151] Nous renvoyons également à l'introduction de la thèse, où nous exposons les principes centraux de l'impact investing.
[152] Issu d'une vidéo promotionnelle sur le site *web* du GIIN.

(Steiner et Trespeuch, 2015), et en particulier qui examinent le lien étroit entre ces pratiques et leurs moralités : quels produits sont mis en vente, comment, auprès de quels consommateurs, selon quelles modalités et moralités ?

Ainsi, comment identifier de telles moralités, en partant de cet espace des pratiques hétérogènes ? Pour atteindre cet objectif, nous nous référerons ici aux travaux de Gabriel Abend (2010, 2014), et en particulier à la distinction qu'il opère entre la moralité de premier et de second ordre (*first and second-order morality*). La moralité de premier ordre se rapporte aux conceptions morales s'exprimant dans des pratiques ou dans des discours ; par exemple, elle est à l'œuvre lorsqu'on affirme que prendre le train est plus moral que prendre l'avion, car cela garantit un bilan carbone réduit. La moralité de second ordre, également appelée *moral background*, fait référence aux principes qui permettent et structurent la moralité de premier ordre. Par exemple, on pourrait supposer que l'arrière-plan moral de la proposition du précédent exemple serait la croyance dans l'importance de l'action individuelle pour faire le bien, ou encore le conséquentialisme, estimant que la moralité est ancrée dans les conséquences des actions. Si nous avons déjà pu mettre en évidence une certaine unité dans le *moral background* utilisé par les promoteurs de l'impact investing, notamment à travers le recours à un discours « gagnant-gagnant »[153] (Burnier, Balsiger, Kabouche, 2022), nous nous concentrerons ici sur la moralité de premier ordre à l'œuvre dans le champ de la finance d'impact genevoise, pour mettre en évidence les variations qui la caractérisent. En effet, dans la conception d'Abend, la moralité de premier ordre peut être subdivisée en deux strates. La première réfère aux pratiques et aux attitudes, et la seconde, aux jugements et aux croyances—les deux étant liées. Dans cette section, nous nous inscrivons dans cette double perspective, en faisant une analyse croisée des pratiques à l'œuvre et des modes de justifications morales mobilisées par les acteurs qui les portent pour mettre au jour les moralités structurant les pratiques de l'impact investing à Genève.

Avec ces objectifs en vue et dans le cadre de ces perspectives théoriques, nous analyserons successivement les principes moraux de deux grands aspects des pratiques d'investissements selon les différents pôles de l'espace des pratiques que nous avons identifiés. Cette identification des moralités se fera selon deux enjeux pratiques. Premièrement, nous examinerons la focale des investissements réalisés, leur localisation géographique, les types de bénéficiaires (ou *investees*, *i.e.*, les entreprises ou individus financés) sélectionnés et le rapport à ces derniers (**i.**). Deuxièmement,

[153] Ce point fait référence à une caractéristique classique du discours des investisseurs à impact, s'appuyant sur l'idée qu'il est possible de faire le bien, tout en générant des bénéfices, *i.e.*, que les fonctions traditionnelles des marchés financiers sont entièrement compatibles avec une approche soucieuse des individus de la planète. Cette conception s'oppose à l'idée d'un jeu à somme nulle, où le bonheur des uns ferait le malheur des autres.

nous observerons les conditions techniques des investissements réalisés, en questionnant notamment l'opposition entre investissements privés et listés (**ii.**). Ces analyses révèleront qu'il existe une grande disparité entre les moralités qui régissent ces pratiques de l'impact investing au sein de ce même espace. Bien que cette variabilité y génère des désaccords et des oppositions, elle ne tranche pas en faveur de l'une ou l'autre des conceptions. Nous chercherons alors à expliquer le maintien et la stabilité de cette coexistence de moralités variables au sein des pratiques.

i. Cadrage moral et objectifs des investissements : des rapports variés aux bénéficiaires, mais une même croyance dans l'efficacité du marché

Dans l'identification des différents pôles de pratiques de l'impact investing à Genève, nous avons mis en évidence des rapports variés aux bénéficiaires de ces investissements. Alors que certains *asset managers* se concentrent sur des MFI dans des pays en développement, d'autres investissent dans des startups à but environnemental, ou encore dans de grands groupes cotés en bourse. Nous verrons dans cette section que ces différentes approches pratiques reposent sur des éléments de moralité de premier ordre (Abend, 2014) relativement disjoints, nourrissant notre argument initial sur les moralités variées dans le champ. Nous examinerons successivement trois types de moralités différentes concernant le rapport aux bénéficiaires des investissements. Nous les nommons ainsi : une morale d'assistance, de responsabilisation et d'inclusion (**1.**), une morale reposant sur la circularité de l'économie (**2.**), et une morale de l'investisseur (**3.**). Nous terminerons en remarquant que les grandes divergences entre ces moralités sont compensées par leur proximité sur le plan de la croyance dans l'efficacité des marchés (**4.**).

Microfinance et marchés émergents : venir en aide aux populations défavorisées

Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, le développement de l'impact investing genevois s'est fortement structuré autour des pratiques de microfinance, qui ont elles-mêmes dérivé vers des pratiques d'investissements plus variées au sein des marchés émergents. Ensemble, ces deux volets de pratiques renvoient aux pôles microfinance et marchés émergents identifiés dans la section précédente. En ce qui concerne le rapport aux bénéficiaires, le focus géographique et les objectifs d'impact, ces pratiques renvoient à des moralités communes, que nous allons ici mettre en évidence. En se focalisant sur des pays en développement et sur l'inclusion de leurs populations dans les systèmes financiers, elles se construisent sur l'idée qu'il faut venir en aide à ces populations, selon trois principes, liant *assistance*, *responsabilisation* et *inclusion* de celles-ci. Il s'agit là de catégories qui ne

sont pas présentées comme telles par les acteurs, mais que nous synthétisons à partir de l'analyse des discours qu'ils tiennent sur leurs pratiques.

La notion de responsabilisation est centrale, mais nous ne nous attarderons pas dessus car nous avons déjà montré dans le premier chapitre en quoi elle est au fondement des principes de la microfinance commerciale : plutôt que de donner de l'argent, l'idée est de réaliser des prêts productifs—par l'intermédiaire des MFI—censés donner aux bénéficiaires la possibilité de s'autonomiser financièrement, sur le long terme : *« on prête de l'argent, et avec 100 dollars, on change la vie des gens »*, le résume ainsi Philip Schneider, qui avait porté avec ferveur le développement de la microfinance commerciale (*cf.* chapitre 1). Cette notion de responsabilisation, si elle reste à l'origine du principe de la microfinance telle qu'elle est encore pratiquée aujourd'hui à Genève, n'est toutefois pas la catégorie morale principalement mobilisée par les acteurs du champ lorsqu'ils présentent leurs pratiques[154]. Ce sont plutôt sur les notions d'assistance et d'inclusion que ceux-ci insistent.

L'assistance est une catégorie morale dérivée de pratiques précises. En effet, nous avons vu que les pôles de pratiques 1 et 2 (microfinance et marchés émergents) accompagnent souvent leurs investissements de services de *technical assistance* et de *capacity building* (TA et CB). Ces services sont au cœur des principes moraux attachés aux pratiques de ces deux pôles, reposant sur la notion d'aide directe apportée aux populations. Dans ce cadre, TA et CB, sont à la fois des moyens d'assister ces bénéficiaires, tout en s'inscrivant indirectement dans les logiques de responsabilisation aux fondements de la microfinance. En effet, l'idée n'est pas seulement d'assister, mais aussi de *« former »* et *« influencer »*, toujours avec cette idée de rapport fort—et souvent direct—avec les bénéficiaires, comme l'indique Claire Delastre, manager chez Omnis :

> « Je pense que c'est aussi peut-être là où on peut plus les influencer, parce que nous, […] on a tout ce programme d'assistance technique qu'on offre. Donc je pense que c'est pour ça que c'est intéressant vraiment au niveau de l'impact réel, c'est que, ben voilà, on a beaucoup, nos collègues passent beaucoup de temps à discuter et ils sont très impliqués avec les directions des compagnies dans lesquelles on investit. Il y a pas mal, voilà, de formations au niveau de l'assistance technique. » (Claire Delastre, manager, Omnis)

Enfin, toujours selon cette idée de venir en aide aux populations et entreprises situées dans des pays en voie de développement, on trouve, aussi bien dans les pratiques traditionnelles de microfinance (pôle 1) que dans les pratiques orientées vers les marchés émergents (pôle 2), un principe d' « inclusion », qui s'est même matérialisé à travers le concept de *financial inclusion*, au

[154] Cela est potentiellement lié aux crises de légitimité des premiers modèles de microfinance commerciale.

moment des crises de la microfinance commerciale et de ses relabellisations, et repris par des analystes d'impact comme Palash Shankar, chez Harmony :

> « C'est de favoriser l'inclusion dans le système financier de ces micro-entrepreneurs, des PME et ceux qu'on appelle les *low-income households*, donc les ménages à bas revenu, […] pour [les] aider […], en fait. Donc, une des contraintes qu'ils ont, c'est l'accès à du financement. Donc nous on est là un peu pour faire le pont entre leurs besoins au quotidien de financement. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

La notion d'inclusion financière présuppose ainsi la nécessité d'inclure dans le système financier les populations et entreprises qui d'ordinaire n'y auraient pas accès (en leur faisant bénéficier des services des MFI), mais aussi d'intégrer les PME de pays en développement qui ne peuvent pas bénéficier de services de MFI (car elles sont trop grandes), sans pour autant avoir accès à d'autres capitaux. Le terme indigène, aussi en employé dans le milieu du développement, pour parler de l'inclusion de ces PME est le « *missing middle* » :

> « *Missing middle*, c'est donc les PME dans les pays émergents qui n'ont pas accès aux financements. Donc on n'est pas que sur la micro, on intègre aussi ça. Ça, je dirais que c'est un double effet, c'est à la fois nous, par rapport au terrain, où on a vu qu'il y avait des demandes de la part d'institutions pour ce type de financements. Il y avait des banques de taille plus ou moins moyenne qui avait besoin d'être financées pour ce segment, et puis aussi tout un concept au niveau théorique, avec la banque mondiale qui définit *missing middle* […]. C'est un petit peu, je dirais, des interactions qui font évoluer. Il y a une réalité terrain, s'il n'y avait pas de financements, on n'évoluerait pas. Mais il y a aussi toute une volonté, je dirais, [de mettre ça en avant]. Donc ça c'est le premier mouvement mais ça reste un peu interne, dans la finance inclusive. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

Il est utile d'analyser le choix de l'expression *missing middle*. Notons en effet que le terme *missing*—c'est-à-dire « manquant »—renvoie à l'idée selon laquelle la finance aurait un devoir d'inclusion de toutes les entités économiques, y compris celles qui sont trop petites ou trop grandes pour les dispositifs existants. Cette idée est véhiculée dans des documents promotionnels de différentes organisations du champ, comme Omnis :

> "Omnis +[155] uses a gender lens to address the key financing gap for the Sustainable Development Goals (SDGs) in developing countries: debt financing for the 'Missing Middle', namely SDG-related SMEs[156] that are too big for microfinance and too small for local banks." (Site web d'Omnis)

En somme, les pratiques d'investissements des pôles 1 et 2 renvoient à des moralités réaffirmées par des discours axés sur l'aide apportée à des individus ou organisations issus de pays en développement, exclus, et vus comme des entités à réintégrer dans un système financier qui leur donnerait les moyens de s'autonomiser. Bien sûr, cette conception a fait l'objet de contestations,

[155] Omnis + est l'un des fonds de l'*asset manager* Omnis.
[156] PME, en anglais.

en particulier au moment des drames humains et économiques des crises de la microfinance, comme nous l'avons présenté dans le chapitre 1. Malgré ces critiques, les acteurs qui revendiquent ces approches utilisent des régimes de justification (Boltanski et Thévenot, 1991) basés sur l'efficacité de l'action marchande dans la résolution des problèmes, rappelant une éthique du « solutionnisme » (Nachtwey et Seidl, 2020), en l'occurrence financier (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022). Voici ainsi ce que répond Pierre-Luc d'Autane (Lime), lorsqu'on lui expose les critiques adressées à la microfinance sur l'endettement de populations défavorisées, et les suspicions émises quant au rôle du marché dans leur prise en charge (par exemple, par rapport à l'action des ONG) :

> « Je vais te donner un exemple. Il y a quelques années en microfinance, au Mexique, on a eu ce débat entre une ONG et une banque de microfinance ; et l'ONG disait 'vous, financiers, là, votre truc d'impact, c'est scandaleux, vous faites du fric sur le dos des pauvres, vous êtes des requins de Wall Street qui débarquez dans la jungle du Mexique, c'est n'importe quoi.' Et moi je répondais toujours plusieurs choses. La première c'est, 'bon, votre ONG, elle existe depuis combien de temps ?' 'Ah, on est là depuis 40 ans.' 'Ah oui, super. Et vous avez aidé combien de personnes ?' 'Oh ben, je sais pas, 10 000, 20 000 personnes.' 'Bien, bien. Et votre taux d'intérêt à ces gens à qui vous faites de la microfinance, ils est à combien ?' 'Oui mais, comprenez, c'est pas toujours facile…' 'Non, non, non. Il est de combien ?' 'Bon. 60%.' 'Ah oui, d'accord. Donc vous m'expliquez que vous, ONG, vous faites des prêts à 60%, annuels, et que vous aidez 10 000 personnes ou 20 000 personnes depuis 40 ans. Laissez-moi vous présenter la banque X. Elle existe depuis 5 ans. Elle sert 500 000 personnes. Son taux d'intérêt actif est de 25% et, oui, elle fait du profit. C'est qui le plus social ? C'est l'ONG ou c'est la banque ? » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus, puis de Lime)

La fin de cet extrait est instructive, car en affirmant que la banque est *« plus sociale »* que l'ONG parce qu'elle touche plus de monde, et d'une manière supposément plus efficace, Pierre-Luc d'Autane met en équivalence l'idée de l'efficacité de la finance avec la moralité de la pratique de la microfinance (ce qui *« est le plus social »*). Finalement, les trois axes de moralité de premier ordre structurant la microfinance et l'impact investing des *frontier markets* (marchés émergents) sont construits sur la notion d'aide apportée à des populations, mais aussi sur le présupposé de l'efficacité et de la responsabilité du marché—qui doit, selon ces principes, *inclure* ces populations en son sein.

Nous allons à présent voir que, en dehors de ce dernier présupposé sur l'efficacité des marchés, le troisième pôle pratique, orienté vers l'impact environnemental, charrie des moralités relativement éloignées de celle des deux premiers pôles, accordant une place bien différente au rapport avec les bénéficiaires.

L'impact investing « environnemental » : régénération, circularité, et harmonie

Nous analyserons ici les moralités attachées aux pratiques du troisième pôle, que nous avons appelé « environnemental ». À la différence des approches en termes de microfinance, *financial inclusion*, ou

frontier markets, les pratiques du pôle environnemental ne se concentrent pas sur une aide apportée à des populations défavorisées *via* des investissements à impact, mais plutôt sur les supposées vertus environnementales des entreprises financées. Pour examiner les enjeux de cette moralité de premier ordre, nous nous appuierons sur le cas topique de Regenae, qui est, comme nous l'exposions plus haut, la plus claire incarnation de ce pôle de pratiques, bien que d'autres entreprises, comme Steelax, empruntent aussi à des pratiques et justifications morales similaires.

Chez Regenae, l'accent n'est pas mis sur des populations ou entreprises issus de pays défavorisés, sur leur inclusion dans le système financier, ou encore sur l'assistance et la responsabilisation à leur apporter. D'ailleurs, les investissements n'incluent pas de service de TA, ni de CP ; et pour cause, l'essentiel de ces investissements sont réalisés dans des pays développés, comme nous le soulignions plus haut dans la présentation des pôles de pratiques. D'après les dirigeants de l'entreprise, ce focus géographique sur le monde occidental n'est pas un choix idéologique, mais plutôt le résultat de leur réseau de connaissances, plus développé au sein de cette partie du globe. Quelle qu'en soit l'origine, cet axe implique des pratiques d'impact investing ne reposant pas sur une aide apportée à des populations du Sud Global. En effet, la morale des pratiques de Regenae est localisée dans d'autres principes. Sur la page principale du site *web* de l'entreprise, on peut lire, sous le logo, la mention *« Capital Regenerated »*. Plus qu'un slogan, cette idée de capital, ou d'économie régénératrice est omniprésente dans la justification morale des pratiques de l'entreprise. Elle s'appuie sur l'idée que l'impact investing doit financer des entreprises assurant une forme d'harmonie dans l'utilisation des ressources naturelles, ainsi que dans le traitement équitable des communautés locales (même si cette dimension sociale n'est pas principale dans les investissements réalisés, comme montré plus haut). Lorsque nous l'interrogeons sur la signification de ce concept d'économie régénératrice, Clothilde Heger, manager en investissement et impact à Regenae, précise ses objectifs, mais aussi les vertus qu'elle lui attribue :

> « L'idée [de l'économie régénératrice], c'est de rendre à la nature ou à la société ce que l'on consomme. C'est pas seulement éviter un impact négatif, c'est créer de l'impact positif. C'est un terme assez holistique dans l'impact puisque nous on le définit comme une économie à la fois circulaire, collaborative, locale, fonctionnelle et biomimétique. Et en fait, tout ça, ça prend en compte des aspects sociaux, environnementaux, de gouvernance et de *leadership*. […] C'est assez holistique et large, et nous on a décliné, dans notre façon d'aborder l'économie régénératrice, dans notre processus d'investissement, on l'a décliné en quatre objectifs, qui sont l'optimisation de l'utilisation des ressources naturelles, la mise en place de systèmes de production et de consommation circulaire, la promotion de chaînes de valeurs équitables et la participation, la contribution au développement de communautés locales. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Cette notion d'économie régénératrice est d'ailleurs inspirée de concepts plus anciens, comme l'économie circulaire, qui a donné lieu à des travaux au croisement de disciplines variées, entretenant un certain flou sur l'acception de ce concept (Geissdoerfer et al., 2017 ; Korhonen,

Honkasalo et Seppälä, 2018). La moralité d'une telle approche n'est donc pas centrée sur l'aide apportée à des bénéficiaires, mais sur une conception plus globale—*« holistique »*, pour reprendre les termes de Clothilde Heger—de ce que doit être un investissement éthique, essentiellement centré sur la gestion des ressources naturelles, d'où le focus de Regenae sur les investissements dans des entreprises de l'agroalimentaire, notamment selon des principes d'agriculture biologique, ou encore végétale :

> « Alors, l'économie régénératrice est un concept qui a été développé... enfin, sur lequel travaillent des universitaires, d'autres organisations. On parle surtout d'agriculture régénératrice. C'est un peu le concept qui a inspiré ça. Après aujourd'hui, je connais aucun autre acteur de l'investissement ou de l'impact investing qui est positionné sur l'économie régénératrice. Il y en a quelques-uns qui le sont sur l'économie circulaire et on est assez proche de ça. […] Voilà, après comme en général, aujourd'hui, comme c'est peu répandu, nous comme on le présente, on dit économie circulaire et régénératrice. Pour se relier à quelque chose, et pas rajouter un truc sorti de nulle part... » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

En somme, le cas de Regenae, caractéristique du pôle de pratiques environnemental, présente une tout autre moralité pratique que la précédente : ici, aucune emphase n'est mise sur un lien privilégié avec les bénéficiaires, ni sur la nécessité de leur inclusion dans un système financier conçu comme efficace. L'accent est plutôt mis sur un objectif de réparation des principes de circularité de l'économie, avec un focus particulier sur les enjeux environnementaux et la préservation des ressources naturelles. Cet exemple nous permet ainsi de voir en quoi les pôles de pratiques hétérogènes mis en évidence sont aussi connectés à des moralités qui leur sont propres et qui se distinguent les unes des autres. Cela étant dit, il est utile de remarquer que le cas de Regenae présente une similarité avec le précédent en ce qui concerne le rôle de l'économie : le concept d'économie régénératrice présuppose en effet une capacité du capital (*« regenerated »*) à réparer de telles chaînes de valeur. Ainsi, une croyance forte dans l'efficacité de la finance pour résoudre les problèmes de notre temps est également au fondement de cette conception morale, bien que moins apparente que dans le cas de la microfinance et de l'investissement dans les marchés émergents.

L'impact investing mainstream *: l'impact de l'investisseur ?*

Finalement, nous allons ici examiner la moralité structurant les pratiques au sein du pôle *mainstream*. Pour rappel, ces pratiques—dont l'entreprise Hecate est le meilleur exemple dans le champ de l'impact investing genevois—consistent en des investissements réalisés dans des entreprises qui n'ont parfois pas un cœur de métier focalisé sur la création d'impacts dits positifs, ou *a minima* des entreprises de grande taille, déjà installées, et, dans les cas les plus extrêmes, des multinationales. C'est donc un modèle très différent de celui de la microfinance ou de la finance inclusive, visant des petites et moyennes structures exclues des canaux de financement classiques ; mais aussi

différent du pôle des pratiques de l'impact « environnemental », qui soutient aussi principalement des sociétés en phase de croissance. De ce point de vue-là, on peut s'attendre à ce que les moralités de ces pratiques plus *mainstream* soient encore différentes des précédentes.

En effet, en se focalisant sur le cas d'Hecate, on observe une moralité des pratiques qui ne se concentre ni sur le rapport étroit avec et l'inclusion de populations ou entreprises de pays défavorisés, ni sur le soutien apporté à des entreprises en croissance qui portent des projets orientés vers un fort impact environnemental. Ici, l'impact investing s'appuie en réalité davantage sur le rôle des investisseurs, que sur celui des *investees*. Lorsque nous abordons la question des buts environnementaux et sociaux d'Hecate, Caroline Dubas, responsable de la division recherche, décrit la figure d'un investisseur qui, en arbitrant entre plusieurs *investees*, envoie au marché ce que les économistes appellent des « signaux » (Spence, 1973) :

> « Je crois qu'il faut différencier deux choses : il faut différencier l'impact de l'investisseur et l'impact de l'entreprise. Alors nous, chez Hecate, aujourd'hui, on investit dans les entreprises qui ont un impact voilà donc il y a une nuance—qui a l'air assez fine, mais elle est assez importante—c'est vrai que nous, notre objectif, c'est d'allouer du capital pour permettre en fait—à ces entreprises de croitre—alors on parle beaucoup dans l'investissement à impact de l'additionnalité : comment est-ce qu'on peut déterminer si effectivement on n'avait pas alloué ce capital-là que l'impact ne se serait pas produit non plus ? […] Je pense que l'intention que nous on a, c'est effectivement de donner un message assez clair : c'est que le marché aujourd'hui doit favoriser ce type d'entreprises ; donc il y aura quelque part une forme d'impact sur le coût du capital à un moment donné. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

La dernière partie de la citation est assez parlante sur le plan de l'ambition morale d'une telle approche de l'impact investing : l'idée de ces investissements est de favoriser, à l'échelle du marché, certaines entreprises, plutôt que d'autres, autrement dit, *« de donner un message »*. Cette approche est très différente des précédentes, puisqu'elle vise moins un service apporté à des bénéficiaires en manque de financement, qu'un soutien symbolique à la cote de l'action d'une entreprise dont les pratiques sont jugées comme étant plus positives[157] que celles des autres sur la société ou l'environnement—avec toute l'incertitude que ce jugement peut porter. C'est donc une manière relativement indirecte de réaliser des impacts, qui s'appuie sur des conceptions très traditionnelles du fonctionnement des marchés, supposant notamment un lien mécanique entre la représentation financière des entreprises et leur action dans l'économie des biens et services (voir, par exemple, Barber et Odean, 2008 ; Fama, 1970).

[157] Pour juger une entreprise plus positivement que d'autres, ces *asset managers* doivent malgré tout déployer une conception des impacts de celle-ci. Nous verrons, plus loin dans ce chapitre, que pour cela, ces *asset managers mainstream* (en particulier Hecate) adoptent une conception modélisée et quantifiée des impacts de leurs *investees* (à défaut d'avoir une conception forte sur leurs impacts directs et leurs objectifs). Celle-ci est basée sur le type d'activité de l'*investee*, les secteurs principaux dont il tire ses revenus—permettant de dégager des valeurs standards et des scores sur l'impact carbone, l'utilisation de l'énergie, et ainsi de la positionner par rapport au reste du marché.

Lorsqu'on lui pose la question de la difficulté qu'il peut y avoir à juger de l'impact d'un investissement dans une entreprise déjà grande, établie, bien financée, et installée sur un marché public, Caroline Dubas met en avant le rôle de l'engagement des actionnaires, tout en soulignant les limites de cette approche :

> « Alors c'est vrai que sur les marchés publics, c'est difficile de dire 'c'est notre participation qui a fait en sorte que l'entreprise ait pu déployer sa stratégie de croissance, etc.' […] C'est vrai que l'impact de l'investisseur direct, il est uniquement mesurable, on va dire, s'il y a pas un autre capital qui vient en concurrence ou alors si effectivement en tant qu'actionnaire on est suffisamment vocal au niveau de l'engagement ou des droits de vote, pour effectivement influencer la stratégie de l'entreprise—ce qui, étant dit, le rôle de l'actionnaire, il faut quand même le revoir : on peut exiger de la transparence, on peut exiger, en fait, un certain nombre d'informations de la part des entreprises… Maintenant, la manière dont les choses sont organisées en termes de bonne gouvernance, c'est qu'on a un conseil d'administration qui, lui, est en charge de la stratégie d'entreprise, donc je suis pas forcément une grande adepte de venir m'immiscer dans cette dynamique-là, on va dire. Par contre, effectivement, être vocal quand il y a rien qui est fait, quand il n'y a rien qui est en tout cas transmis à l'actionnaire comme information sur ses stratégies ou ses impacts, là effectivement on peut être vocal. Mais par exemple, je prends juste un exemple qui était assez… on va dire, révélateur, sur cette question d'exercice de droit vote, notamment aux Etats-Unis. C'est surtout aux Etats-Unis, parce que là, effectivement, c'est très facile de poser une résolution d'actionnaires, à l'inverse de beaucoup d'autres pays—et il y a eu un certain nombre de résolutions d'actionnaires qui demandaient à certaines sociétés, type Facebook ou autres, de devenir une société d'utilité publique. Voilà, alors là, à un moment donné, je comprends la dialectique, ou en tout cas le raisonnement, mais je pense pas que ce soit à l'actionnaire de pousser dans ce sens-là, voilà. C'est là où je trouve qu'il y a des limites. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

L'engagement actionnarial décrit par Caroline Dubas est loin d'être une pratique nouvelle (Ferraro et Beunza, 2014 ; Soule, 2009 ; Waeger et Mena, 2019). Elle s'appuie sur l'idée que les actionnaires, représentés dans les conseils d'administration, ont une marge de manœuvre sur les orientations de l'entreprise, et que ce pouvoir peut être utilisé pour favoriser des décisions aboutissant à des impacts sociaux et/ou environnementaux positifs.

En fin de compte, cette approche plus « *mainstream* » de l'impact mise essentiellement sur une pratique plaçant l'investisseur au cœur de la moralité économique, par les signaux qu'il envoie sur les marchés financiers, ou le pouvoir qu'il exerce au sein des sociétés dont il possède des parts, alors que les autres approches sont plus focalisées sur l'impact direct des entreprises bénéficiaires, ou les populations qui bénéficient des investissements en dernier ressort.

Expliquer la diversité des moralités idiosyncrasiques

Au terme de la comparaison des différentes conceptions morales attachées aux pratiques observables au sein du champ de l'impact investing genevois, on observe ainsi de grandes disparités, liées à des moralités particulièrement hétérogènes. Alors que certains s'appuient sur des conceptions d'assistance et de responsabilisation des populations du Sud Global, d'autres prônent

une économie circulaire, ou encore un engagement actionnarial dans des grands groupes cotés en bourse. Cela nous permet d'observer des rapports très contrastés aux bénéficiaires finaux desdits impacts, tantôt au centre des projets d'investissement, tantôt passés sous silence. La variabilité morale n'est pas particulièrement rare au sein des marchés dits « moralisés ». En effet, Balsiger (2021) rappelle ainsi que les *« moralized markets are composed of a plurality of actors whose understanding of and commitments to moral principles are varying. They are not characterized by one overarching moral "quality convention" that distinguishes them from their conventional market "cousin". Rather, they consist of a number of subtly differentiated quality conventions corresponding to different locations in the field, and distinguished by specific market devices that signal and make visible internal differences »* (Balsiger, 2021, p. 64). Cette diversification résulte ainsi des dynamiques du champ, exprimées dans la « proposition 1 » de Balsiger (2021) : *« Due to their dynamics of interaction, moralized market fields are always characterized by internal diversification »* (p. 75). Autrement dit, les acteurs de ces champs se livrent à des jeux de distinction et sont soumis aux évolutions des rapports de force et des dynamiques du champ, ce qui donne lieu à l'émergence d'une variété d'approches morales. Dans notre cas, nous avons observé ce phénomène, notamment dans le chapitre 1, à la suite d'interactions entre les acteurs principaux du champ, avec la transformation du *field frame* initial, orienté vers la microfinance, vers un *frame* « impact », donnant lieu à des pratiques plus diversifiées qui, comme montré ci-dessus, renvoient à des moralités différentes. Ainsi, il est courant qu'un marché moralisé autour d'une cause se caractérise par des variations dans l'intensité ou les conceptions de ladite cause. Par exemple, pour ce qui concerne la cause animale, son espace de la cause (Bereni, 2009) inclut des acteurs plus ou moins radicaux, certains insistant sur la nécessité d'une consommation entièrement végane, et d'autres se satisfaisant du développement de produits « seulement » végétariens (Kabouche et Dubuisson-Quellier, 2020). Cependant, dans le cas de l'impact investing à Genève, ces variations sont plus fondamentales, car elles se concrétisent dans des moralités appuyées sur des causes différentes : environnement, populations défavorisées, action auprès de grandes entreprises… Notre cas fournit ainsi une version forte de l'argument de Balsiger (2021) ; il pose ainsi la question du maintien de ces variations fondamentales de moralités des pratiques, au sein du même champ.

Dans la suite des explications apportées dans la partie précédente de ce chapitre, nous proposons de voir deux grands facteurs permettant à ces variations de se maintenir. Premièrement, de par la forte endogénéité du champ étudié, les pratiques qui s'y développent résultent d'une grande coopération entre les acteurs marchands, jouissant d'une certaine autonomie dans la définition de leur pratique et employant un usage stratégique (et non régulé) du terme « impact investing ». Par exemple, Green Lotus doit sa moralité pratique « d'assistance aux pays du sud » à son

positionnement historique dans la microfinance genevoise, là où Hecate a une moralité pratique plus *mainstream* en raison de son arrivée tardive sur le marché de l'impact et de sa dépendance directe à une banque privée en finance conventionnelle. Ces moralités très idiosyncrasiques s'expliquent ainsi par les dynamiques endogènes de l'émergence et de la stabilisation du champ genevois, qui valident les variations liées aux évolutions historiques des différentes entreprises. Deuxièmement, cette dimension endogène se manifeste aussi d'une autre manière. En effet, si ces moralités variées sont disjointes en ce qu'elles se rattachent à des pôles de pratiques différents, elles se rejoignent dans certains leurs présupposés idéologiques. Nous avons en effet montré, dans chacun des trois cas, comment ces morales pratiques s'appuient systématiquement sur la croyance forte dans l'idée selon laquelle les mécanismes du marché servent le projet moral de l'impact investing, que ce soit en incluant des populations, en garantissant la circularité des chaînes de valeur, ou en régulant les plus grands groupes par l'engagement actionnarial. Ces présupposés moraux en faveur d'un marché vertueux (Fourcade et Healy, 2007) sont à mettre en lien avec les dynamiques endogènes dont l'importance a déjà été plusieurs fois présentée dans notre étude de cas. Pour rappel, l'endogénéité à laquelle nous faisons référence a deux principales significations : d'une part, elle désigne la dimension interne, interconnectée, et dense des mécanismes et réseaux sociaux du champ financier genevois dans lequel l'impact investing s'est développé ; d'autre part, elle se rapporte plus spécifiquement aux logiques financières de ce même champ.[158] Ainsi, quand on observe le rattachement des diverses moralités de l'impact genevois aux mêmes présupposés sur l'efficacité des marchés, il est utile d'analyser ce fait au prisme du deuxième type d'endogénéité. Autrement dit, le fait que, malgré leur autonomie morale, les acteurs de l'impact genevois se rattachent tous à une croyance dans l'efficacité des marchés financiers, peut être attribué aux logiques internes de la pratique de l'impact investing, tel qu'il s'est développé dans le champ, autour d'acteurs et d'institutions marchandes, relativement étanches aux prescriptions externes à la sphère financière et animées par les principes de cette dernière . Ces deux raisons permettent alors en partie de comprendre comment ces moralités diverses se maintiennent sans grande difficulté dans le champ.

ii. Privé ou listé ? Les fractures morales entre les classes d'actifs

Au-delà des différences de moralités s'exprimant dans les pratiques à l'égard des bénéficiaires des investissements, un enjeu central concerne le choix de la classe d'actif. Comme mentionné à

[158] Bien entendu, ces deux logiques sont fortement imbriquées, car elles reposent sur une mise à l'écart à la fois des champs externes et de leurs logiques, pour favoriser les mécanismes plus traditionnels de l'écosystème financier de la ville.

plusieurs reprises, la majorité des investissements à impacts à Genève sont réalisés sur les marchés de gré à gré, en *private debt* ou *private equity*. À cette pratique visant des entreprises en phase de croissance, s'oppose une approche positionnée sur les marchés publics, c'est-à-dire les bourses financières : le *listed debt* ou *listed* (ou *public*) *equity*. En identifiant les différents pôles de l'espace des pratiques, nous avons montré que les investissements réalisés sur les marchés listés constituent l'élément caractéristique du pôle *mainstream*, incarné par Hecate, mais auquel empruntent également d'autres *asset managers*, en particulier le pionnier de la microfinance commerciale, Green Lotus. Nous allons voir que de fortes ruptures morales s'opèrent entre l'approche *mainstream* des marchés publics et celle—plus caractéristique des débuts de l'impact investing—se focalisant sur des transactions de gré à gré.

Cette comparaison nous permettra de mettre en évidence, une fois de plus, l'hétérogénéité des moralités à l'œuvre dans le champ, la faible recherche d'harmonisation de ces dernières, mais aussi la manière dont l'opposition *private/public* structure ces variations et construit les différentes conventions de qualités que nous identifierons à la fin de cette partie du chapitre. Mais avant de parvenir à ces conventions, nous commencerons par examiner successivement—dans cette comparaison entre listé et privé—trois enjeux pratiques et les enjeux moraux qui s'y rapportent. D'abord, nous interrogerons les objectifs de rendement et de risque (**1.**). Puis, nous verrons que de ces considérations pratiques découlent deux autres problématiques centrales : la temporalité des investissements (**2.**), et le profil des entreprises bénéficiaires (**3.**). Nous finirons par examiner la manière dont cette diversité morale est là encore stabilisée par une certaine indifférence des acteurs du champ face à celle-ci, et leur croyance dans les forces régulatrices du marché (**4.**).

Privé vs *listé — Rendement, risque, impact : des philosophies d'investissement différentes*

Une formule souvent utilisée par nos enquêtés pour parler de leur pratique de l'impact consiste à dire qu'à la différence d'un investissement classique, l'investissement à impact ajoute, aux calculs de bénéfices et de risques, la notion d'impact environnemental ou social, comme une nouvelle variable dans les modèles des analystes financiers :

> « Alors en gros, dans l'investissement classique, on évalue un investissement sur deux critères : le retour et le risque. Ben nous, on a trois critères, c'est une pyramide. C'est : retour, risque, impact. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Bien que l'enjeu de l'impact soit central dans le projet revendiqué de ces *asset managers*, la question du risque et du retour reste un critère de sélection des investissements. Nous verrons dans cette

section qu'entre les approches du pôle *mainstream* et les autres, différentes conceptions morales s'affrontent au regard de cet équilibre, en particulier en ce qui concerne le risque des investissements effectués.

Comme nous l'avons vu, la plupart des investissements d'impact observés dans les pratiques des *asset managers* genevois reposent sur la prise de participation ou l'achat de dette auprès d'entreprises à un stade de développement relativement précoce. Ce mode d'investissement s'accompagne d'un risque relativement élevé, également assorti de gains potentiels élevés dans le cas où le projet financé est un succès. Ces investissements risqués se rapportent à des profils d'investisseurs particuliers, souvent présentés comme peu averses à la perte de capital, et visant un rendement particulièrement élevé en misant sur des entreprises qu'ils estiment prometteuses. C'est ce qu'indique Raphaël Brunner, directeur exécutif de Transform, quand il explique qu'il a dû faire appel à des capitaux familiaux pour lancer les premiers investissements, particulièrement risqués, de la firme :

> « On a investi pas mal de capital […] dans le fonds. Et puis encore après […] on a décidé une *junior share class*[159] […]. Et là, j'avais prévu, moi, d'investir dedans, et puis il y a plusieurs investisseurs qui [l'ont fait aussi] ; voilà j'ai accepté ceux qui étaient vraiment très proches, mes parents. Je leur ai dit, ok, si vous voulez, mais attention vous pouvez tout perdre. […] Alors nous comme on fait de la dette, on prend pas le risque de startups ou *early-stage*. On finance des entreprises qui sont en phase de croissance. Et donc elles doivent avoir un chiffre d'affaires déjà d'au moins 1 million et demi. Elles doivent avoir un produit, un marché, des clients déjà définis. Et nous, on est là pour accélérer leur croissance. Et il y a eu quelques cas où on est allé trop tôt justement et là on a eu de la casse. Donc voilà. C'était un des critères de perte en fait. On s'est rendu compte. Enfin, un des critères communs de pas mal de boîtes qui ont fait défaut. Ils avaient moins d'un million et demi de chiffre d'affaires. » (Raphaël Brunner, directeur exécutif, Transform)

Cette approche se rapporte en fait à un profil d'investisseur classique et préexistant à l'impact investing, celui de l'*angel investor* (ou la catégorie similaire du *venture capitalist*) [Edelman, Manolova et Brush, 2017]. Dans le cas de l'impact investing, ce profil se caractérise par une moralité davantage fondée sur l'objectif d'impact que sur celui du rendement financier, comme le laisse entendre Raphaël Brunner, en expliquant que son but était de lancer le fonds, coûte que coûte, avec un risque élevé de *« tout perdre »*.

À l'autre extrémité du spectre, au sein du pôle de pratiques *mainstream*, se trouvent les investissements dans des entreprises listées. Celles-ci ne sont généralement plus en phase de croissance, et la prise de participation (ou de dette) auprès de ces dernières s'accompagne *a priori*

[159] Dans le cas des entreprises auprès desquelles nous avons enquêté, il est également courant que les fonds d'investissement soient stratifiés en un certain nombre de « classes » d'investisseurs, permettant à certains des investisseurs du fonds de prendre en charge plus de risques (les classes risquées sont dites *junior*, et les moins risquées, *senior*).

d'un risque de défaut largement réduit, ce qui est un atout dans des stratégies de fonds moins aventureuses. Sans nécessairement aborder le cas d'Hecate dont les pratiques sont particulièrement peu risquées en raison de leur composition de fonds, on peut observer que les fonds en dette listée de Green Lotus se caractérisent par un risque calculé relativement modéré. C'est ce qu'on observe sur la *Fig. 17*, qui représente une modélisation du risque d'un fonds en dette listée de Green Lotus, issu de la *factsheet* officielle du fonds, indiquant un risque moyen (4 sur une échelle de 1 à 7). À l'inverse, plusieurs fonds issus des autres pôles de pratiques affichent des risques élevés dans leurs caractéristiques officielles.

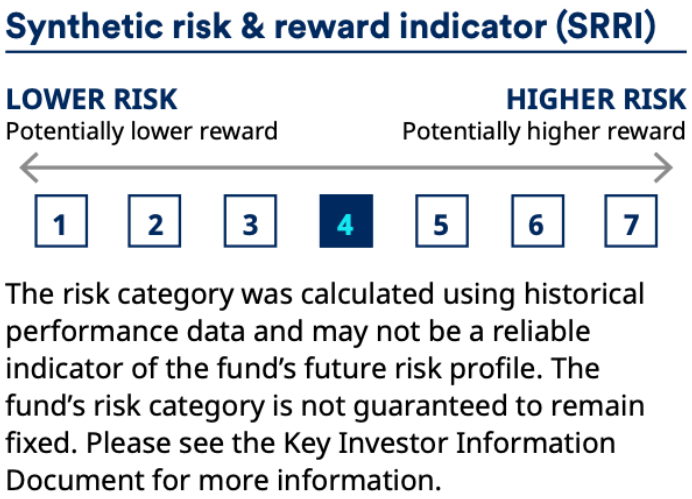


Figure 17 — Indicateur de risque d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la factsheet officielle

Ce niveau de risque s'accompagne ainsi d'une structuration du fonds incluant des actifs permettant de mitiger les risques, comme des dettes souveraines, ou encore des produits dérivés, aux côtés des investissements dans des entreprises ou projets focalisés sur la réalisation d'un impact. La *Fig. 18*, également extraite de la *factsheet* du même fonds, montre ainsi que ce dernier est constitué de près de 14% de dettes souveraines.

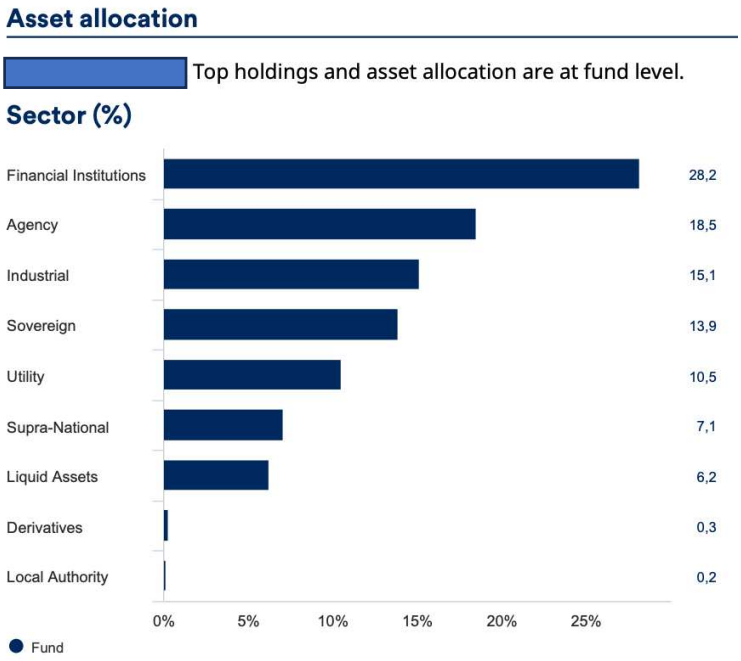


Figure 18 — Structure d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la factsheet officielle

En somme, il s'agit d'une approche très différente de la précédente, appuyée sur un rapport au risque beaucoup plus modéré. Examinons à présent les implications de ces stratégies différentes et les moralités qui leurs sont attachées, selon deux grands enjeux pratiques : le rapport au temps, puis le statut des entreprises bénéficiaires.

Le temps court, le temps long : deux approches de l'engagement par l'impact investing

La principale différence entre les investissements listés et privés réside dans le rapport aux temporalités qu'ils impliquent. Les investissements en dette sur les marchés privés, puisqu'ils sont réalisés pour soutenir la croissance d'une entreprise, sont souvent assortis de durées d'engagement plus longues, comme on l'observe par exemple pour un fonds de Steelax, dont les caractéristiques principales sont présentées sur le site *web* de l'*asset manager* (*cf. Fig. 19, « redemption »*). Cet engagement long immobilise les capitaux des investisseurs, et *de facto*, augmente le risque, car il est souvent impossible de retirer rapidement ses investissements.

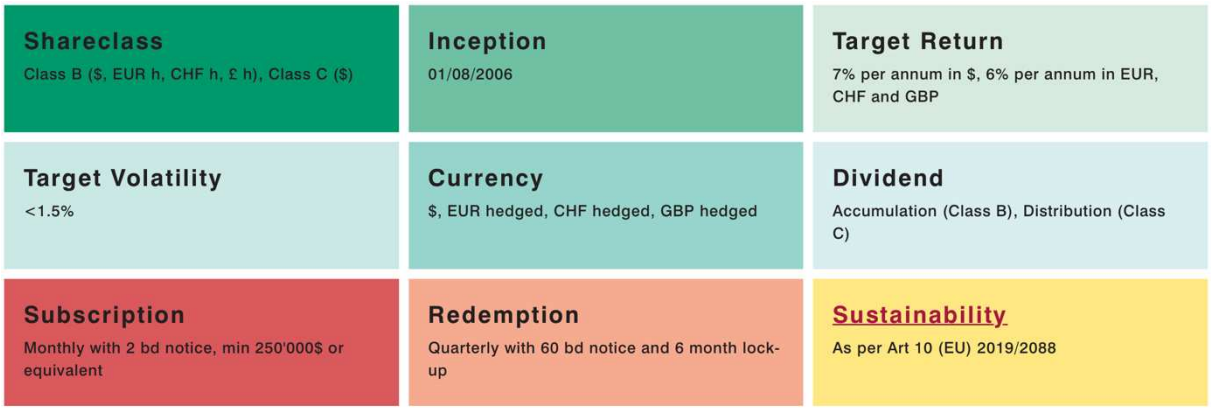


Figure 19 — Caractéristiques d'un fonds de Steelax, site web de Steelax

Cette durée est encore plus longue lorsqu'il s'agit de prises de participation en *private equity*. Odile Varga, responsable des investissements durables à Lacour-Deschamps, compare ainsi les horizons temporels de ses fonds privés et listés :

> « Dans tout ce qui est actif privé, on a des contraintes de liquidité qui sont importantes, alors voilà sur la microfinance par exemple, si vous voulez, […] on a une liquidité qui est dite mensuelle, donc tous les mois, on recalcule la nappe du fonds ; mais si vous voulez récupérer votre argent quand vous mettez un ordre de vente, vous allez mettre entre trois et quatre mois. […] Et je parle [même] pas du *private equity*, où, là, vous avez de l'argent qui est immobilisé pendant dix ans. » (Odile Varga, Responsable des investissements durables, Lacour-Deschamps)

C'est donc avant tout un impératif de liquidité qui guide la stratégie, avec l'argument—rencontré plusieurs fois dans les propos de nos enquêtés—selon lequel une telle approche permettrait à davantage de profils d'investisseurs de faire de l'impact investing :

> « [Le privé], ça correspond pas à tous les profils des clients. Il faut savoir que l'essentiel de nos clients nous, ont des profils balancés. C'est des gens—bon, même s'ils ont des horizons de temps qui sont généralement importants ; on essaye de quand même avoir le temps de travailler avec les clients—mais ils ont quand même pour beaucoup des profils assez balancés donc avec des profils de risques assez mesurés. » (Odile Varga, Responsable des investissements durables, Lacour-Deschamps)

Pierre-Luc d'Autane, dont l'entreprise n'est pourtant pas active en impact listé, soutient également cet argument de la démocratisation de l'impact, en le liant à la question du minimum d'investissement attaché à de tels fonds (correspondant à la catégorie *« subscription »* dans le fonds présenté en *Fig. 19*) :

> « [Le listé], ça peut permettre aussi à des investisseurs qui ont moins de moyens d'avoir accès à l'investissement d'impact. Moi je peux acheter une action pour 50 francs ou 100 francs. Et je suis pas très riche, mais au moins j'ai pu acheter 50 francs. Aujourd'hui dans les fonds de *private equity* réglementés, je ne peux pas recevoir un ticket d'investissement de moins de 125 000 euros. Ben, moi, j'ai pas 125 000 euros, par exemple. Donc moi je gère [de tels fonds], mais je peux malheureusement pas investir dans les fonds que je gère parce que je suis pas assez riche. Et donc, l'instrument listé, à mon sens, est un des moyens de faire participer un plus grand public à l'aventure de l'impact investing. » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus puis de Lime)

À cette conception d'un impact investing démocratisé par le listé s'oppose une conception plus puriste (Balsiger, 2021) chez certains acteurs du champ, qui pointent les limites morales de ce choix, notamment en ce qui concerne les temporalités. Ainsi, un argument qui nous a été exposé à plusieurs reprises insiste sur la difficulté qu'il y aurait à s'impliquer réellement dans des entreprises listées, dans la mesure où il est possible de s'en retirer à tout moment, selon les évolutions des indices fluctuants du marché, là où la logique privée, de gré à gré, garantirait un engagement de plus longue durée, jugé plus en phase avec le projet moral de l'impact investing :

> « Alors il y a des fonds qui font du *listed equity*, qui se disent d'impact. Je suis assez sceptique sur ça. Déjà, être soumis à une liquidité quotidienne, à des réactions aussi volatiles des marchés, pour moi ça va un peu à l'encontre du principe de l'impact durable à long terme. » (Clothilde Heger, Investment and impact analyst, Regenae)

Ces conceptions s'appuient sur la haute volatilité des prix des titres sur les marchés financiers, soumettant les investisseurs à des incitations économiques variables et éphémères. Certains travaux examinent l'effet de ces modes d'investissements volatiles sur la déconnexion entre les investisseurs et leurs *investees* (Corpataux, Crevoisier et Theurillat, 2009 ; Theurillat, Crevoisier et Salomon, 2017) qui peut aussi s'appliquer dans le cas de l'impact investing et des conceptions qui attribuent sa vertu au « long-terme » :

> « [Sur les marchés listés,] tout va très vite. [La question, c'est :] est-ce que tu es prêt à… combien d'influences tu peux [supporter] quand tu fais de l'*equity* [listé] ? C'est pas la même chose que du *private equity*. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

Ainsi, divers acteurs de notre champ présentent des réticences face à ce modèle, jugé trop court-termiste, comme l'affirme Claire Delastre, manager chez Omnis :

> « Non, non, nous je pense pas, on va pas se mettre là-dedans [les marchés publics], parce que c'est pas notre stratégie, c'est pas le modèle sur lequel on travaille. Pour nous, l'idée de l'impact c'est vraiment penser au début [de la vie d'une entreprise]. C'est vraiment, ça fait partie de la stratégie de la compagnie. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

Ainsi, la question des temporalités permet de mettre en évidence des moralités différentes entre le pôle de pratiques *mainstream* et les autres. D'un côté, une moralité est basée sur l'engagement *via* des investissements de long terme, avec les risques qui les accompagnent. L'idée est ainsi de subir moins d' *« influences »* du marché, comme le dit Palash Shankar, et de s'assurer de la réalisation des impacts à long terme, en suivant l'entreprise financée. C'est donc une pratique fondée sur la durabilité de l'action économique et qui inclut une dimension d'engagement à l'égard des acteurs

financés. De l'autre côté, on observe une moralité appuyée sur des exigences de liquidité fortes : plutôt que de promouvoir le suivi de long terme d'un investissement, cette pratique tire sa moralité de l'ouverture et de l'élargissement du marché qu'elle dit permettre : en passant par le listé, ces acteurs indiquent rendre ces produits disponibles à davantage d'investisseurs en réduisant les risques associés.

Qui financer ? L'enjeu du statut des entreprises bénéficiaires

Au-delà de la seule question du risque et des temporalités, l'enjeu moral le plus évident dans cette opposition entre marché privé et marché listé réside dans le statut des entreprises financées par ces fonds. Dans la section décrivant les caractéristiques du pôle de pratiques *mainstream*, nous observions que par rapport à l'approche privée, les investissements en *listed debt* et *equity* permettent d'accéder à un univers d'investissement beaucoup plus large—comme le rappelle d'ailleurs Odile Varga—et généralement à des entreprises de grande taille. Nous voyions ainsi qu'Hecate investit, avec ses fonds, dans certaines multinationales qui ne sont pas réputées pour avoir un impact positif sur la planète ou l'environnement. Cet élargissement des types d'entreprises bénéficiaires de l'impact investing n'est pas vu d'un très bon œil par d'autres acteurs du champ plus restrictifs dans leur choix d'*investees* :

> « Quand on voit des […] fonds de *listed equity,* qui se disent d'impact, ou circulaire, et qui investissent dans Google ou Microsoft, Apple ou Amazon, ça me laisse un peu... » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

D'autres sont encore plus virulents dans leur critique et suggèrent qu'une telle approche constitue un mésusage du terme « impact investing », dans une volonté de tromper les investisseurs. En particulier, un/e acteur/trice majeur/e du champ de l'impact investing genevois affirme, de manière très critique, et non sans indignation, que ces pratiques ne sont pas authentiques. D'après cette personne, investir dans une multinationale tout en prétendant gérer des fonds alléguant des objectifs environnementaux ou sociaux serait mensonger, si l'on se place dans une démarche d'impact.

Dans cette même logique, certains utilisent le terme *« impact washing »*, inspiré de « *greenwashing* », pour parler de ces approches, en estimant que de telles entreprises d'*asset management* ne peuvent et ne doivent pas revendiquer le terme « impact investing ». Dans ce cadre, le terme est considéré comme un dispositif de jugement (Karpik, 2007), qui, s'il est mal utilisé, entrave ou trompe le jugement des consommateurs (ici, les investisseurs). Un exemple aux frontières du champ permet

de saisir cet aspect. Ci-dessous, la responsable de l'association Euler, active dans la promotion de l'impact investing en Suisse, critique Kori, un *asset manager* zurichois revendiquant le label « impact investing » avec une approche similaire à celle d'Hecate :

> "Kori is mainstream sustainable investment. It is not impact. […] To be impact investing companies, you need to have a mission at the core of the business, solving one or few sustainable development goals of United Nations. So, first there is a mission, solving a problem. And regenerate beside of that financial return. All listed companies nowadays, or most of them, maybe there are a few exceptions, the core of the business is to make profit. So, if you get Kori a full analysis, you might also have Apple in your portfolio. So, Apple, without an iPhone, you will not die of hunger. So, all those companies, Apple, Microsoft—the blue chips—a lot of them are now in sustainable investing. So, by scaling them we will not achieve SDGs. So, they have profit at the core of their business, still. However, they implement some policies like CO_2 reduction, waste reduction, gender equality policies, they look for their suppliers that are sustainable. But still, profit is first. And you can see it like broad impact. We need them […] because they have the power. But it still remains broad impact, compared to impact investing, which is deep impact. […] Kori is not the only example. There are many examples. It's a bit like impact washing. It's sounds better, it's sounds more impactful, more appealing to people than sustainable investing. And so, some companies are using it and misusing it, as well." (Tanya Gupta, Euler)

En somme, parmi les acteurs du champ, le choix du listé entraîne souvent des investissements dans des entreprises qui, d'après leurs détracteurs, ne seraient « durables » que par quelques initiatives, sans que le cœur de leur activité soit orienté vers la réalisation d'impacts positifs sur l'environnement ou la société. Ces critiques cristallisent ainsi une autre différence de moralité entre les pratiques du pôle *mainstream*, et les autres.

Des fractures, mais une faible volonté de prescription

Les variations visibles entre les pratiques d'investissements en privé et en public sont ainsi une autre fracture qui structure la distribution variable et idiosyncrasique des moralités dans le champ de l'impact investing genevois. Par son biais, nous observons même certains désaccords forts entre les acteurs du champ, révélant des conceptions antagonistes. Pour autant, malgré toutes ces différences, un très faible degré de prescription se manifeste au sein du champ, et rares sont ceux qui, comme Clothilde Heger, condamnent l'approche listée en tant que telle. Comme dans les précédentes sections, la plupart des acteurs stabilisent leurs moralités, parfois opposées, en construisant discursivement un marché dont les mécanismes permettraient supposément à toutes les pratiques de coexister. L'investissement listé est ainsi parfois mis en doute, mais rarement sous la forme d'un rejet catégorique.

Par exemple, lors de l'édition 2019 de la conférence Building Bridges Week à Genève, nous avons pu assister à une conférence sur l'impact investing, à l'issue de laquelle deux étudiantes en finance débattaient de cette question, sans parvenir à une conclusion définitive : l'une affirmait avec certitude que l'impact investing n'incluait pas le listé, alors que l'autre maintenait que sur ce sujet,

« il y a débat ». C'est aussi l'expression qu'a employé Palash Shankar, d'Harmony, pourtant plutôt réticent à cette approche. En somme, la plupart des acteurs interviewés maintiennent que le *listed equity* peut par exemple être inclus dans l'impact investing, mais seulement si *« c'est bien fait »*—pour reprendre l'expression de Pierre-Luc d'Autane—et seulement si l'investisseur est animé par des principes vertueux, ou encore si les entreprises ont été listées ultérieurement :

> « Si tu as des sociétés dans lesquelles j'ai investi du capital-risque privé, qui se mettent un jour en bourse et qui ont donc des actions listées et tu investis dans ces actions listées, ah ben oui, c'est de l'impact investing. Si tu veux, pour moi l'impact investing ne se caractérise pas par l'instrument utilisé mais par la finalité de où va cet argent, que ce soit du *private equity*, de la dette ou de l'action listée. Peu importe. C'est ce que tu en fais de cet argent qui compte, ce n'est pas comment tu l'investis. […] L'entreprise qui se liste, elle le fait en général pour une bonne raison et si elle le fait, c'est que ça l'aide. En général, tu listes pas pour le plaisir, d'accord ? La deuxième chose, c'est que […] l'investisseur qui investit dans une finalité d'impact n'aura probablement pas cette volatilité dont tu parles, à mon avis. Donc si dans ton portefeuille de listés, tu choisis des actions parce que tu les aimes, tu vas être fidèle à ces actions. Tu vas pas le *trader*. […] [Le listé,] ce n'est pas négatif en soi. Maintenant, il faut pas être angélique non plus […]. Mais je jette pas le bébé avec l'eau du bain. » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus, puis Lime)

L'exemple de l'investissement privé et du coté montre donc une nouvelle fois la tension qu'il existe entre d'importantes divergences en termes de morale des pratiques, et, en même temps, la faible recherche de prescription qui y est exprimée.

Voyons finalement en quoi cette variabilité peu prescriptive des moralités structure des conventions maintenues par divers principes, notamment un rattachement de la plupart des acteurs du champ à des croyances dans les mécanismes supposément vertueux du marché.

iii. Conclusion : d'une variété de conventions de qualité, aux raisons de son maintien

Au terme de cette partie II. du chapitre, nous avons identifié les éléments qui composent la diversité des pratiques générales de l'impact investing dans le champ (concentrées autour de « pôles de pratiques »), et des moralités attachées à ses pratiques. Nous avons également cherché à montrer que cette diversité n'est pas aléatoire, mais se structure selon un lien étroit entre pratiques et conceptions morales (ou « justices », dans la théorie des conventions). Sur la base des liens identifiés entre pratiques et conceptions morales chez les différentes entreprises observées, et en suivant les objectifs présentés dans l'introduction de ce chapitre, nous pouvons ainsi, mettre au jour trois grandes conventions de qualité observées dans le champ. À ce stade de notre analyse, ces conventions relient des pratiques, des manières de faire de l'impact investing, et des conceptions morales sur les enjeux de ces pratiques. Nous les nommons conventions « **intégratrice** » (orientée vers l'impact social dans des régions défavorisées), « **durable** » (orientée vers l'impact

environnemental) et « **expansive** » (orientée vers la diffusion de la pratique dans la finance classique). Pour en simplifier la description, nous détaillons leurs caractéristiques dans le tableau ci-dessous (*cf. Tab. 3*) :

Tableau 3 — Identification des conventions de qualité

Convention de qualité	**Buts de l'activité d'investissement (conceptions morales)**	**Modalités d'investissements**	**Pôle(s) de pratiques associés**[160]
Convention intégratrice	Réaliser un impact social en intégrant les marchés émergents et les populations défavorisées dans le système financier	*Private Debt & Equity* auprès d'*investees* hors des pays développés	Pôles « microfinance » et « marchés émergents »
Convention durable	Assurer le renouvellement des ressources et la protection des écosystèmes	*Private Debt & Equity* auprès d'*investees* au sein **et** à l'extérieur des pays développés	Principalement pôle « environnemental »
Convention expansive	Valoriser par l'investissement les bonnes pratiques des entreprises, y compris multinationales. Diffuser au maximum les enjeux d'impact, en les introduisant dans les secteurs *mainstream* de la finance	Toutes classes d'actifs (y compris investissements listés), principalement auprès d'*investees* dans des pays développés	Pôle « *mainstream* »

Plus haut, nous indiquions, en suivant Balsiger (2021), qu'une variabilité morale n'est pas nécessairement atypique au sein d'un marché moralisé. De ce point de vue-là, il n'est pas étonnant de retrouver la coexistence de ces différentes conventions qui charrient des moralités variées. Mais pour deux principales raisons, la question du maintien de cette diversité, dans notre cas d'étude, peut être légitimement posée. D'abord, comme mentionné précédemment, les variations morales dans un marché moralisé portent rarement sur des principes aussi fondamentaux, au point de charrier, au sein de différentes conventions, des pratiques qui sont aussi éloignées que le sont par exemple le *listed equity* et le microcrédit. Ensuite, il est rare qu'une telle diversité morale fasse aussi

[160] On pourra se référer au *Tab. 2* qui rappelle les entreprises rattachées à ces différents pôles.

peu l'objet de tentatives d'harmonisation, notamment par la mise en place de labels plus ou moins favorables à certains des acteurs du champ, suffisamment puissants pour les imposer (Balsiger, 2021, p. 75-76). Ainsi, comment expliquer la stabilité de cette importante variabilité ?

Premièrement, la mise en évidence de ces conventions, qui relient des pôles de pratiques à des conceptions morales sur les investissements, permet d'objectiver la cohérence interne de ces dernières. Autrement dit, les conceptions morales variées n'existent pas de manière isolée dans le champ : elles s'ancrent, à travers ces conventions dans des pratiques qui leurs sont spécifiquement appropriées, ce qui leur octroie une certaine cohérence. Deuxièmement, cette cohérence est accentuée par le lien entre ces conventions et l'histoire des entreprises qui les portent. Comme nous l'avons montré, plusieurs d'entre elles défendent une identité axée sur ces dernières. Par exemple, Harmony se présente comme l'un des pionniers de la microfinance et met en lien son histoire dans ce domaine avec les pratiques qui sont les siennes. Symétriquement, Green Lotus, depuis son rachat par Richters, vante sa croissance et sa volonté de réaliser des impacts à grande échelle, et, ainsi, son rattachement progressif à la convention expansive. Enfin, Regenae fait de la notion d' « économie régénératrice » son fer de lance et l'érige comme principe fondateur, défendant une approche de l'investissement basée sur la convention durable. Troisièmement, nous l'avons déjà noté, ces diverses conventions ne sont pas étanches, et il n'est pas rare que des entreprises empruntent à plusieurs d'entre elles, comme nous l'avons vu notamment avec Green Lotus. Cette perméabilité évite ainsi l'affrontement direct de conceptions variées et favorise la coexistence de celles-ci. Enfin, quatrièmement, l'un des facteurs explicatifs, plusieurs fois rappelé, réside dans l'importance des dynamiques endogènes de structuration du champ initial, qui ont permis à l'impact investing d'émerger à partir de pratiques financières variées, qui lui préexistaient et étaient distribuées de manière asymétrique en fonction de l'histoire des différentes organisations du champ, selon des logiques d'innovation, distinction commerciale et de coopération, plutôt que sur un principe de prescription forte. Mais cette endogénéité ne concerne pas que la structure du champ ; elle affecte aussi l'idéologie qui y règne. Examinons ainsi comment ce champ constitue un espace idéologiquement endogène, facilitant le maintien de cette diversité de moralités.

Dans leur revue de la littérature sur la morale et les marchés, Fourcade et Healy (2007) reviennent notamment sur les conceptions vertueuses du marché, inspirées des classiques comme Smith et Walras, et en particulier sa supposée capacité à allouer correctement les ressources ou encore à favoriser la créativité et l'innovation. Si la notion de « marché vertueux » n'est pas mobilisée telle quelle par nos enquêtés, nous allons voir que ses principes font partie intégrante de leurs

justifications face au peu de prescriptions observables dans le champ de l'impact investing genevois, permettant à chacun d'utiliser un univers de pratiques (et de morales associées) dessinant l'hétérogénéité des conventions du champ, les oppositions qu'elles suggèrent, et une morale relativement diffuse. Autrement dit, comme le champ de l'impact investing à Genève a émergé notamment à la faveur de principes endogènes favorisant la concentration d'acteurs provenant des sphères marchandes et constituant le champ selon des principes marchands, ces derniers développent des morales pratiques idiosyncrasiques, et dont la régulation est laissée aux forces du marché, comme cela a pu être le cas pour d'autres formes de finance dite durable (Déjean et al., 2013). Alors que les régulations européennes actuelles ne font pour le moment aucune différence entre l'ensemble des fonds dits « durables » et l'impact investing[161], examinons en quoi ces conceptions marchandes permettent le maintien de ces inerties au sein du champ, malgré les promesses morales de l'impact investing et sa démarcation souvent revendiquée à l'égard des autres approches de la finance dite durable[162].

Premièrement, c'est le caractère prétendument innovateur du marché qui est invoqué régulièrement par nos enquêtés pour justifier la permissivité avec laquelle les acteurs du champ déterminent leurs propres pratiques (et les moralités qui s'y attachent), tout en revendiquant l'appartenance à une même catégorie, l'impact investing. Lors de la conférence Building Bridges de 2019, Gérard Boyer[163], ancien de Lacour-Deschamps et aujourd'hui à la tête d'une startup d'évaluation d'impacts, tenait ainsi un discours opposé à la recherche commune de définitions distinctives pour les différentes approches de la finance durable, y compris l'impact investing. Celui-ci affirmait en effet que les définitions sont des barrières car *« elles contraignent l'innovation »* et incitent *« tout le monde à aller dans la même direction »*. Selon lui, il vaut ainsi mieux laisser les acteurs de la finance développer leurs produits selon leurs conceptions, afin de faire émerger des propositions originales. Poussée à l'extrême, cette conception conduit certains enquêtés—et pas nécessairement ceux appartenant au pôle de pratiques *mainstream*—à affirmer que tout investissement a un impact, et que potentiellement, tout investissement peut être pensé et organisé de telle sorte qu'il remplisse des objectifs sociaux ou environnementaux :

> Raphaël Brunner (Transform) : « Moi, j'entends souvent, depuis 10 ans : 'oui, mais est-ce que ça c'est un investissement d'impact, est-ce que ça c'en est un, est-ce ça c'en est pas ? Ah, mais ça c'est de l'impact, ça c'est...' Non. Pour moi, tout investissement a un impact. Il n'y a pas des investissements qui sont de l'impact investing et d'autres qui ne le sont pas. Ça dépend pour qui. Si vous aimez les animaux de compagnie et que vous trouvez

[161] Nous reviendrons dans la deuxième partie du chapitre sur les faibles régulations existantes.
[162] Rappelons en effet que l'impact investing, dans sa définition initiale par le GIIN, et à de très nombreuses reprises dans la bouche de nos enquêtés, est présenté comme plus ambitieux que les pratiques ESG ou ISR.
[163] Nous avons également réalisé ultérieurement un entretien avec lui.

une entreprise qui les rend heureux parce qu'elle fait des croquettes pour eux et que c'est ça votre mission dans la vie, c'est de rendre heureux les animaux de compagnie, ben pour vous, ce sera un investissement d'impact. Pour un autre, ça le sera pas parce que pour lui, sa mission dans la vie c'est de, je sais pas, sauver les océans. »

Enquêteur : « Donc c'est investir avec une mission, quand même, quelle que soit finalement cette mission-là ? »

Raphaël Brunner : « On parle beaucoup de *purpose* en anglais, c'est donner un sens à sa fortune, à son patrimoine. *Give purpose to your wealth*. Oui, c'est ça. Avoir une mission. Un *impact journey*. Il y a plein de façons de l'appeler. Mais oui, pour moi c'est ça. »

Ensuite, ce positionnement en faveur de la liberté du marché se couple à la croyance en un marché capable d'allouer efficacement les ressources, et, en l'occurrence, à séparer le bon grain de l'ivraie, sans qu'il n'y ait besoin de définir par la loi ou la concertation ce qu'est ou ce que n'est pas de l'impact investing :

Enquêteur : « Mais donc, ça ne vous dérange pas outre mesure que ces organisations [avec une conception très différente, notamment le listé] et vous-mêmes partagiez le même vocabulaire [*i.e.*, la notion d'impact investing] ? »

Jules Baum (Regenae) : « Vous allez dans un restaurant, sur la carte vous pouvez voir dans deux restaurants très différents le même menu, la façon dont il sera fait n'aura pas justement le même impact sur votre santé, sur votre satisfaction et sur le plaisir que vous allez avoir à partager un repas. Donc ceux qui s'appellent 'impact' considèrent qu'ils font de l'impact et répercutent des mesures d'impact dans leur investissement, soit sur du listé, ou non… Ils font un certain boulot. C'est la même terminologie. Aux personnes, aux investisseurs qui recherchent différentes convictions, peut-être une dynamique différente, de faire eux-mêmes la différenciation. Et chez Regenae, oui, je pense que notre différenciation est dans le cadre que l'on pose, la dynamique que l'on met en place, les entreprises que l'on repère qui sont capables de changer leurs chaînes de valeurs. C'est ça le principal. Et je parle pas de secteur, je parle vraiment de la chaîne de valeurs, comment on repense aujourd'hui une entreprise par rapport à ce qu'elle prend et par rapport à ce qu'elle donne. Et on est dans ce cadre d'agriculture régénératrice. Il y a une grande différence entre mettre des engrais dans des sols et ensuite traiter avec des pesticides, que nourrir le sol qui nourrit ensuite la plante. On est dans cette logique. »

Il est utile de noter la métaphore que l'enquêté utilise. En comparant la catégorie de l'impact à un menu de restaurant, et en expliquant que c'est au client de juger de la qualité, Jules Baum montre une grande confiance dans les mécanismes du marché pour réguler les « bons » et « mauvais » produits, indépendamment des labels qu'on y attache. Il en va de même pour Bruno Reymond, d'Harmony, qui ne craint pas la permissivité du label « impact », et les moralités variées qui s'y attachent :

Enquêteur : « Donc vous ne craigniez pas d'être noyé dans un nombre incroyable d'institutions qui utilisent ce même vocabulaire que vous ? »

Bruno Reymond (Harmony) : « Alors, ça me fait pas peur, à ce stade. Je pense que, justement, on a une histoire. On est ancré dans quelque chose et aussi, nous on a des analyses sur le terrain. [...]. Les gens sont très sensibles aussi à notre histoire, à nos processus, à ce qu'on a fait. Tous les investisseurs ne sont pas… surtout quand je parle de professionnels, les gens vont prendre du temps. Et donc là, c'est pas parce vous dites 'je fais de l'impact' que c'est gagné. »

Ainsi, à l'opposé d'une approche optant pour la régulation, ou la labellisation contrôlée du produit (Fouilleux et Loconto, 2017), l'idée est ici de s'appuyer sur la capacité du marché à afficher les produits, distribuer l'information, et laisser le consommateur choisir :

> « [La prise en compte de la durabilité par la finance doit se faire] par un mécanisme de demandes, d'attentes. Je ne crois pas à la régulation et à la punition, ou la taxation, parce que dès que vous mettez cela quelque part, très vite, il peut toujours y avoir des échappatoires. Je crois vraiment dans une analyse, une lame de fond, une tendance, qui est là depuis une dizaine d'années. [...] [C'est] la finance, les moyens financiers, [qui] doivent être mis—enfin, remis—au cœur de cette construction. » (Jules Baum, Managing Partner, Regenae)

D'ailleurs, même parmi les acteurs en faveur de telles régulations[164], cette notion d'incitation (opposée à la contrainte) est régulièrement répétée :

> « Je n'ai rien contre les régulations, je n'ai pas d'*a priori* pour les régulations. Je pense le contraire. C'est un marché qui mérite d'être régulé parce que les effets de bord[165] sont conséquents pour beaucoup de monde. Si ça se passe mal, comme on a eu la crise financière, c'est le contribuable qui paye. Donc c'est un peu simpliste ce que je dis là, mais ce que je veux dire, c'est qu'il y a des effets de bord, il y a des effets qui sont collectifs. Donc pour moi, n'importe quel marché structuré qui fonctionne a des régulations qui évoluent et qui visent à limiter les risques. Et après, ça peut aussi être des régulations incitatives. Je ne vois pas dans les régulations quelque chose de dogmatique. On pourrait imaginer qu'il y ait plus de régulations positives pas seulement pour nous, ça m'est égal, quelque part pour nous, mais pour essayer d'aller dans ce que je disais tout à l'heure : les marchés financiers sont des outils. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Encore plus rares sont les acteurs qui prônent ouvertement la régulation. C'est le cas de Paul Lacour, qui estime que les lois européennes actuelles sont insuffisantes, car elles ne disent rien de la catégorie « impact investing », en termes d'évaluation des impacts[166] :

> « Je pense que, à un moment donné, ça va être vraiment la cacophonie et que quelqu'un ou une autorité va devoir mettre de l'ordre et dire : 'écoutez les gens, écoutez, y'a des critères de base en vue du *reporting* d'impact qui sont comme ça, et moi, si vous voulez vendre un fonds d'impact dans mon pays, dans ma région économique, il faut que ce soit comme-ci, comme-ça. Si vous voulez faire plus, bien pour vous, mais vous pouvez pas faire moins.' Parce que [sinon] de nouveau, au niveau de l'industrie, nous on va tous se tirer dans les pattes comme l'ont fait jusqu'ici les fonds durables quoi. » (Paul Lacour, cofondateur de Transform)

Cependant, malgré ce discours, Paul Lacour n'a pas une approche fondamentalement critique des fonds d'impact les moins puristes, notamment ceux qui investissent en listé, puisqu'il estime notamment que le rachat de Green Lotus par Richters, marquant le tournant *mainstream* du pionnier de la microfinance, est un événement *« génial »* :

> « Je pense que c'est génial, je pense que c'est génial ; c'est-à dire, nous, ce qu'on a toujours dit : l'idée c'était de devenir *mainstream*, d'amener cette finance d'impact vers plus de réplicabilité, de pouvoir toucher le plus de monde possible. Donc je pense que c'est absolument génial. Et puis c'est génial qu'un monstre comme Richters,

[164] Nous souhaitons ici indiquer que les acteurs du champ ne sont pas uniformément opposés aux régulations et aux définitions. Il est d'ailleurs très courant de les entendre parler de l'importance de ces processus, en particulier lors de prises de parole publiques. Mais nous mettons l'accent sur les réticences qu'ils expriment généralement face à l'implémentation concrète de telles mesures, et leur préférence pour des régulations endogènes, des discussions, et des innovations internes.

[165] L'enquêté fait référence à de potentiels « mauvais usages » du terme « impact investing ».

[166] Nous revenons plus bas sur cet enjeu de mesure des impacts et sur la régulation européenne existante.

> finalement, il voit quelque chose qui les titille, qui leur donne envie… C'est clair que ça va rester pour eux quelque chose d'assez marginal, en tout cas pendant longtemps, mais je pense que, quoi, pour moi finalement c'est un succès d'estime, de voir que finalement notre petite idée a fleuri. Et puis, si vous voulez, la conviction qui est la mienne, c'est qu'ils vont tous devoir s'y mettre, quoi. » (Paul Lacour, Cofondateur de Transform)

En somme, même chez des acteurs plus critiques qui prônent une régulation des pratiques, les fondements de cette régulation ne tiennent pas formellement à l'écart les acteurs les plus *mainstream* du champ : la *« réplicabilité »* et l'expansion du mouvement priment. Cette primauté de la *mainstreamisation* constitue la troisième logique marchande dans les discours justifiant l'utilisation permissive du terme « impact investing ». Elle réside dans l'idée, déjà esquissée par Raphaël Brunner ci-dessus, que tout investissement peut et doit devenir un investissement à impact. Ainsi, de ce point de vue-là, il ne serait plus nécessaire de tracer des lignes entre les pratiques, comme le suggère avec emphase Pierre-Luc d'Autane :

> « Pour moi, il n'y a pas de frontières—peut-être que c'est du *wishful thinking*, peut-être que je suis angélique—pour moi, l'impact investing doit devenir le *mainstream*. C'est-à-dire que j'espère que les prochaines générations seront intelligentes assez et conscientisées assez pour que tout type d'investissement soit socialement et environnementalement responsable. C'est ça... Si tu veux, l'impact investing, c'est pas une petite niche du monde financier et dans lequel il y a des gars qui sont sympas et ils essayent de faire des choses. 'C'est des rêveurs, ils sont gentils. On va leur taper dans le dos : c'est bien, bravo les gars.' Non, non, non, non. Comme je te le disais, c'est une lame de fond qui vient de la nouvelle génération qui dit 'bon, maintenant, ça suffit. Vous avez mis notre planète à sac. Franchement, on vit pas super bien, là. Les déséquilibres et les inégalités grandissent à vue de nez, que ce soit au niveau des pays riches et des pays pauvres, mais aussi dans nos pays, les inégalités sociales grandissent. C'est pas durable, c'est pas soutenable.' Je veux dire, c'est pas possible. On peut pas continuer comme ça. Et ça c'est pas moi qui le dit. C'est des millions de nouvelles personnes dans une génération qui disent : 'stop. Stop.' Alors c'est pas encore très articulé, peut-être. Mais il n'y a pas de retour en arrière en ce qui me concerne. Et les dinosaures qui s'accrochent à leur fauteuil de vieux banquiers, ben désolé, ils vont vivre comme des dinosaures. » (Pierre-Luc d'Autane, cofondateur de Lime)

Ainsi, ces trois principes, axés sur des croyances dans les mécanismes marchands, expliquent comment l'organisation endogène du champ autour d'acteurs et d'institutions financières permet de stabiliser des pratiques moralement diverses, et donc des conventions de qualités différentes, sans chercher à prescrire.

On peut alors dresser un tableau qui répertorie les cinq principes préservant cette diversité des conventions (*cf. Tab. 4*). On notera que ces principes se répondent mutuellement :

Tableau 4 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent

Principe	Explication
Cohérence interne des conventions	Les conceptions morales de la finance n'existent pas seules et sont étroitement coordonnées avec des pratiques qui leur sont spécifiques
Histoire des organisations	Les organisations disposent d'une histoire et d'une identité qui légitiment les conventions utilisées
Fluidité des conventions	Les diverses conventions ne sont pas isolées et sont régulièrement partagées par plusieurs acteurs
Endogénéité du champ	La structure endogène du champ autorise les variabilités idiosyncrasiques, et ne prescrit pas d'alignement fort des organisations, qui jouissent alors d'une certaine autonomie morale et pratique
Croyance dans les mécanismes marchands	Les acteurs présentent une croyance forte dans les mécanismes autorégulateurs du marché, ce qui renforce le principe d'autonomie/endogénéité

Au terme de cette première partie du chapitre, nous avons donc montré que le développement endogène du champ s'assortit de conventions hétérogènes qui charrient des conceptions de moralités divergentes, dont le caractère diffus est peu questionné par les acteurs. Le champ genevois de l'impact investing apparaît ainsi stabilisé non pas autour d'un projet de moralisation clair et défini, mais autour de principes d'organisation internes—en particulier les mécanismes du marché—créant un espace moral et pratique asymétrique. Structurée par des conventions cohérentes et légitimes aux yeux des acteurs, cette asymétrie rend la pratique de l'impact investing particulièrement permissive.

III. La mesure des impacts, infrastructure des moralités variables et des conventions de qualité

Dans la précédente partie de ce chapitre, nous avons vu que la diversité des moralités et des pratiques est structurée par des conventions qui leur permettent de coexister. Nous montrions alors que différents principes permettent le maintien de cette diversité. En particulier, le principe de cohérence interne des conventions permet de lier les moralités aux pratiques, et d'ancrer cet

assemblage dans l'identité et l'histoire des entreprises. Dans cette partie III., nous proposons d'explorer davantage cette question de la cohérence des conventions, en montrant que celles-ci sont stabilisées par des dispositifs techniques (*cf. Tab 1*). En l'occurrence, un important dispositif technique de l'impact investing réside dans la mesure d'impact, qui sera l'objet d'étude principal de cette partie.

Dans un récent article, Bracking *et al.* (2023) montrent que différentes pratiques de la finance durable s'appuient sur des dispositifs techniques de mesure de performance, des narrations, et des approches plus ou moins scientifiques. Ils notent que ces combinaisons d'outils au service de la mesure d'impact et leurs utilisations mériteraient une attention accrue. Nous proposons d'examiner cet enjeu des mesures à l'échelle du champ de l'impact investing genevois, en nous demandant comment, au sein des conventions de qualité identifiées, les moralités et pratiques variables se matérialisent dans des processus de mesure spécifiques, et quel effet ces processus ont sur la distribution des moralités dans le champ.

Nous commencerons par démontrer que la question de la mesure des impacts est constitutive de la pratique et de l'idéologie du mouvement de l'impact investing, aussi bien à l'échelle globale que locale (**a.**). Nous montrerons alors que la mesure d'impact suit, dans le champ, une variabilité similaire à celles des autres pratiques, et renforce la cohérence interne des conventions existantes (**b.**). Nous questionnerons ensuite les facteurs qui permettent l'existence et le maintien de cette variabilité des mesures. D'abord, nous verrons que les régulations existantes sont peu contraignantes en la matière (**c.**). Ensuite, nous montrerons que les processus de mesure reposent sur des pratiques qui, sur le plan comptable, sont particulièrement permissives, tout en s'inscrivant dans les conventions de qualité identifiées. Comprendre la manière dont la comptabilité d'impact est structurée permet alors d'expliquer sa diversité, et aussi d'analyser ses effets sur la distribution des moralités dans le champ (**d.**).

a. La mesure d'impact, enjeu constitutif et distinctif du mouvement de l'impact investing

La mesure joue un rôle central dans la définition de l'impact investing, aussi bien à l'échelle globale que locale. En effet, dans sa définition originale élaborée par le GIIN (2020), l'impact investing est décrit comme une pratique d'investissement censée générer des impacts positifs qui font l'objet d'une mesure. Dans cette section, nous allons voir que l'enjeu de la mesure des impacts dispose en réalité d'une double fonction : elle est une caractéristique à la fois constitutive et distinctive de

l'impact investing. Autrement dit, elle constitue, dans les discours des praticiens, le cœur de la pratique, mais aussi sa particularité par rapport à d'autres approches de la finance dite durable. Dans un précédent texte (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022), nous montrions que le concept d'impact investing revêt une dimension que nous qualifions de « floue », en ce sens qu'il est aisément adaptable à des réalités pratiques très diverses—ce que nous constatons également dans cette thèse. Dans cet article, nous montrions que ce « flou » est concrétisé par le GIIN à travers trois stratégies : l'objectivation, l'exemplification, et le recours à une rhétorique gagnant-gagnant, souvent appelée « *win-win* ». La première, l'objectivation, s'appuie sur l'enjeu central de la mesure des impacts, permettant aux promoteurs de l'impact investing de faire exister ces derniers et de les rendre concrets :

> « La première des techniques de 'concrétisation' de l'impact développée par le GIIN consiste à tenter de 'mesurer' et de 'gérer' l'impact objectivement. Pour le GIIN, la mesure et la gestion de l'impact (*Impact Measurement and Management - IMM*) consiste à identifier les effets positifs des actions de l'entreprise sur les individus et sur la planète en cherchant à les maximiser tout en identifiant également les effets négatifs de ces actions afin de les atténuer (GIIN, 2020, p. 61). Ce processus que le GIIN considère comme itératif est composé de quatre actions qu'un investisseur d'impact devrait suivre : 1) établir des objectifs et des attentes qui tiennent compte des risques, du retour financier, de la liquidité et de l'impact social/environnemental d'un investissement ; 2) définir des stratégies soutenues par des pratiques exemplaires et des preuves ; 3) sélectionner des indicateurs (par exemple à l'aide de l'outil IRIS+); 4) mesurer, suivre, utiliser et rapporter les données.[167] » (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022, p. 7)

Dans les définitions officielles données par le GIIN sur son site internet, la notion de mesure est l'une des pierres angulaires de l'impact investing, une *« hallmark »*, c'est-à-dire une marque de fabrique, et un élément fondateur :

> *"IMPACT MEASUREMENT* [is] a hallmark of impact investing is the commitment of the investor to measure and report the social and environmental performance and progress of underlying investments, ensuring transparency and accountability while informing the practice of impact investing and building the field." (Site *web* du GIIN)

De nombreux documents, infographies, exemples produits par le GIIN mettent ainsi en évidence la mesure des impacts comme l'une des caractéristiques qui doit définir l'investissement d'impact et le différencier des autres pratiques. Comme précisé dans un document du GIIN sur les caractéristiques de l'impact investing (*cf. Fig. 20*), cette mesure peut prendre différentes formes, et doit remplir divers objectifs comme la divulgation des résultats d'impacts aux investisseurs, l'utilisation de ces données pour prendre des décisions d'investissements ou encore limiter les risques associés à ces impacts.

[167] Site web du GIIN, « What is Impact measurement and management ? » : https://thegiin.org/imm/#what-is-imm (dernière consultation le 17.06.2024)



Figure 20 — Extrait du document « Core Characteristics of Impact Investing », GIIN

Ainsi, l'enjeu de la mesure des impacts est un aspect central des définitions et délimitations officielles de l'impact investing, tel qu'il a été cadré par le GIIN. Mais cette centralité de la mesure est aussi reprise par les acteurs locaux, et, en l'occurrence, par ceux du champ de l'impact investing genevois :

> « "You can't manage what you can't measure" est une phrase qu'aurait prononcée le statisticien W. Edwards Deming. La finance d'impact, contrairement à la finance durable, offre des mesures réelles et concrètes de l'impact social et environnemental généré. Cette différence est fondamentale car un cadre clair, une bonne transparence et une stricte discipline permet non seulement de générer des résultats concrets en termes d'impact, mais également de guider et de rassurer les investisseurs. » (Halder Pandey, CEO, Omnis, par email)

Cette citation, provenant d'un échange par email avec le PDG d'Omnis, montre à quel point l'enjeu de la mesure des impacts n'est pas seulement structurant dans les définitions globales données par le GIIN, mais aussi dans le discours et les promesses pratiques des acteurs du champ genevois. Comme précisé plus haut, la mesure est à la fois constitutive et distinctive du mouvement de l'impact. Cette notion de distinction est particulièrement visible dans les propos de Halder Pandey, qui fait de la mesure une *« différence fondamentale »* avec la *« finance durable »* qui n'est pas une finance d' *« impact »*. Plusieurs autres acteurs du champ ont à cœur cette supposée différence :

> « [La mesure des impacts,] c'est l'autre partie [de la définition]. Pour qu'elle amène des effets positifs à la planète, il faut que vous puissiez en témoigner, mesurer, etc. Il y a des implications dans cette décision-là. » (Gérard Boyer, cofondateur d'une startup de mesure d'impacts)

> « L'impact investing pour moi c'est du *private equity* ou du *venture capital* avec une intention d'investir dans des entreprises qui créent de l'impact positif, et avec une méthode qui permet de mesurer cet impact positif. Donc il doit y avoir de l'intention et de la mesure. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Pour illustrer cette particularité de l'impact investing, nos enquêtés opposent ainsi régulièrement la mesure d'impact à d'autres approches, comme la finance ESG, ou l'investissement socialement responsable (ISR), présentées comme des versions moins ambitieuses de l'impact investing, car elles ne se focaliseraient pas sur les impacts concrets des entreprises, mais sur leurs scores obtenus du point de vue de leur politique d'entreprise, sans considérer les impacts positifs ou négatifs plus larges qu'elles peuvent engendrer. C'est notamment ce qu'affirme Sam Blink, Chief Risk Officer à Green Lotus :

> "When I say 'I want to have an ESG portfolio', it means that I am looking at investees. I am managing of 100 million dollars of an ESG portfolio, I am looking at companies, generally listed equities or listed debt securities, and I am saying, ok [or no to investing in specific companies]. And the reason why I am saying 'no' is because from an ESG standpoint, environmental and social governance, these companies are missing on environmental and social. On governance, these guys are great because they have professional boards. They have more lawyers than you can count. They are regulated, governance is probably fine. But environmental sucks, social sucks. […] And you look at another company and you say, Facebook: environmental, good, activism on environmental issues. Social issues: you can make the argument. Governance: you can make the argument. Fine. Maybe you can justify Facebook in an ESG investment approach because of their generally progressive policy platform. Maybe you can't because you think they are evil […]. It's very subjective, and it is based on companies. What we are doing, in impact investment, is looking at a level down. We are saying: 'how is the money that we are placing, with these financial intermediaries, being applied to advance a certain social purpose?'. And that's basically how we define it. How many people are being reached? How many new entrepreneurs? How many women? How many next generations are being given the opportunity to start a business, go to school, and build a house? Whatever." (Sam Blink, Chief Risk Officer, Green Lotus)

Une autre manière de présenter cette différence consiste à faire des autres approches, par exemple l'approche ESG, une première étape de l'impact investing, qui nécessiterait davantage de mesures d'impact :

> « Pour chez nous, l'ESG c'est une étape pré-investissement. Nous on fait aussi de l'ESG, en amont, c'est tout ce qui est *due diligence* sur la partie justement un peu ESG de la boîte. […] Et ça, pour nous, donc même en étant impact investor, on a ce côté ESG qui est en amont. Après, une fois que l'investissement est fait, on a aussi des *post-investment measurements*. Et c'est là où on va un peu plus loin. On essaye de voir, vérifier si la *due diligence* qu'on a fait... comment se comporte la boîte. Est-ce qu'il y a des changements ou pas ? Comment on gère ça ? » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

En somme, la finance ESG est reléguée, dans ces discours—mais aussi dans un certain nombre de travaux sur l'ESG (voir par exemple Foroughi, 2022 ; Leins, 2020)—à des évaluations standardisées, souvent basées sur des données publiques et concernant les activités passées de l'entreprise, ne prenant pas en compte ses potentiels impact futurs, complexes, ou élargis[168], permettant ainsi à des entreprises sans prétention morale d'obtenir des bons scores combinés, par exemple en raison d'une politique de management des personnels vertueuse, malgré un produit

[168] Dépassant le seul cadre de l'entreprise, de son environnement immédiat, ou de catégories environnementales standardisées (par exemple, les émissions CO_2)—la prétention de l'impact investing et de ses promoteurs est d'analyser les potentiels d'impact spécifiques à l'entreprise, au regard de son produit, les populations ou clients qu'elle atteint, et les écosystèmes avec lesquels elle interagit.

nocif pour l'environnement. Par ce discours, les acteurs du champ de l'impact investing font ainsi de la mesure d'impact un aspect distinctif.

Enfin, ce rôle structurel de la mesure d'impact n'existe pas que dans les discours de nos interviewés, mais aussi dans le cadrage officiel de l'impact investing dans des événements publics, tels que la Building Bridges Week. Par exemple, lors de l'édition 2019 de cet événement, nous avons pu assister à un panel traitant, entre autres, des *« défis »* de l'impact investing pour les prochaines années. L'un des participants du panel insistait alors sur le rôle de la mesure d'impact dans la crédibilité du mouvement face aux investisseurs : *"Investors ask: 'how do you assess impact?' We need to improve and convince that we can do it."* De même, lors d'une session sur l'impact investing organisée par l'association Euler, mentionnée plus haut, la définition qui en est donnée martèle, là encore, l'importance de l' *« impact measurement »*, présenté comme l'un des trois axes de la définition de la pratique, à côté de l'intention et des retours économiques.

En somme, en plus de constituer un élément central des définitions officielles du GIIN, la question de la mesure des impacts s'impose aussi au sein du champ de notre étude comme un critère constitutif et distinctif de l'impact investing. Ainsi, en tant que dispositif technique, la mesure d'impact est une part importante des conventions de qualité de la finance d'impact. Et bien que le champ en question soit relativement peu soumis à des logiques contraignantes, on note dans les verbatims cités ci-dessus une forme de prescription dans l'adoption de pratiques de mesure d'impact chez les entreprises affirmant faire de l'impact investing. Sans que cette prescription soit orientée ou concrétisée, elle dénote tout de même de la centralité de cette notion, dans la définition de la pratique, de ses objectifs, et de sa particularité.

b. La mesure d'impact à Genève : une diversité d'approches correspondant à la diversité de l'espace des pratiques

En partant du constat précédent, à savoir la centralité de la question de la mesure des impacts dans le mouvement de l'impact investing—et en particulier de sa version genevoise—, nous allons questionner la manière dont une telle mesure se déploie, de manière pratique, dans ce champ. Dans cette section, nous réfléchirons au lien entre l'hétérogénéité de l'espace des pratiques mise en évidence plus haut dans le chapitre, et la manière dont les pratiques de mesure sont structurées dans le champ. Nous montrerons ainsi que les différents pôles de pratiques impliquent

mécaniquement des rapports différents à la mesure, ne serait-ce par la définition même de l' « impact » supposée par ces diverses pratiques[169].

Du pôle « microfinance » à l'impact *mainstream*, nous avons mis en évidence les rapports divergents que les entreprises d'*asset management* entretiennent avec leurs bénéficiaires et les objectifs d'impact qu'ils affichent. Ces différences pratiques ont des implications immédiates sur l'approche de la mesure d'impact. Prenons-en quelques exemples.[170] Du côté des pôles « microfinance » et « marchés émergents », les investissements réalisés promettent une amélioration de la vie de populations défavorisées, que ce soit—entre autres—par leur inclusion dans le système financier et bancaire, l'aide financière apportée au développement de leurs entreprises, ou encore des investissements en termes de sécurité alimentaire. Ainsi, l'impact, au sein de ces deux pôles est souvent conçu en termes de populations touchées par ces impacts, comme on peut le voir dans un rapport d'impact de Lime, qui rend compte des supposés impacts des investissements (*cf. Fig. 21*) : celui-ci mentionne par exemple que 96 millions de vies auraient été impactées, et plus de 30 000 emplois créés.



Figure 21 — Extrait du rapport d'impact 2017 de Lime

[169] Nous n'entrerons pas ici en détail dans les différents modes de mesure utilisés par les entreprises du champ. Une telle analyse sera plus utile dans les sections suivantes.
[170] Nous examinons, plus loin, de manière plus approfondie, les problématiques liées aux indicateurs, méthodologies de mesures, et récoltes de données dites d'impact.

À côté de ces approches, le pôle « environnemental » se focalise sur les impacts écologiques des investissements—rappelons à ce titre la notion d'économie « régénératrice » revendiquée par les acteurs de Regenae. Ainsi, l'impact est souvent défini selon la catégorie de ressources économisées/générées ou d'externalités évitées. Par exemple, Steelax, dans son rapport d'impact 2020-2021, met en avant l'effet de certains de ses investissements sur des quantités d'eau recyclées ainsi que sur des déchets recyclés ou réutilisés. Une autre mesure extrêmement employée par les *asset managers* se focalisant sur les enjeux environnementaux est celle des tonnes de CO_2 évitées, comme présenté dans l'infographie de Green Lotus en *Fig. 22*. Bref, nous observons là un rapport aux impacts très différent de celui du pôle précédent, ne serait-ce sur les types d'objets considérés (populations *vs* ressources/externalités).

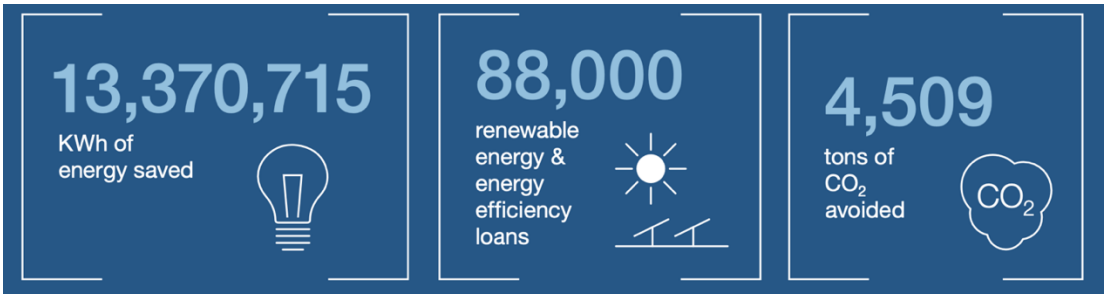


Figure 22 — Extrait du rapport d'impact 2019-2020 de Green Lotus, focus sur les impacts environnementaux

Enfin, du côté du pôle *mainstream*, la question des impacts revêt encore une tout autre dimension, incluant là encore un focus sur des données générales d'impact comme les ressources générées ou les externalités évitées, tout en ajoutant, par exemple dans le cas d'Hecate, des informations sur le rôle du vote actionnarial, notamment le pourcentage de votes auquel les gestionnaires du fonds ont pris part (ci-dessous, *« proxy voting »*, dans l'extrait du rapport d'impact en *Fig. 23*), mais aussi les scores ESG des entreprises *investees*.[171]

[171] Nous verrons également plus loin les implications qu'une approche *mainstream* de l'impact a sur le rapport aux données d'impact.

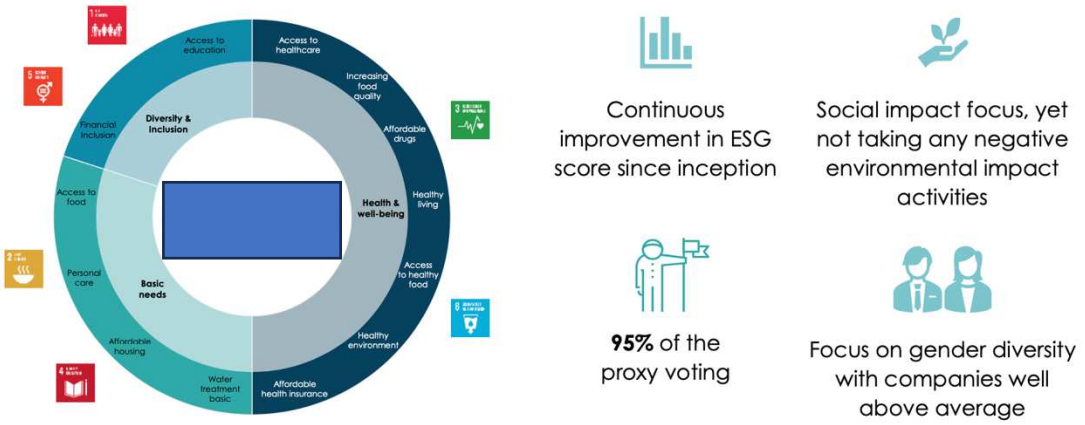


Figure 23 — Extrait du rapport d'impact 2021 d'Hecate, focus sur un fonds de public equity

Sans être pour le moment entrés dans les détails des mécanismes de mesure des impacts, nous pouvons déjà mettre en évidence le lien clair entre les pratiques variées des entreprises d'impact investing du champ genevois et les approches hétérogènes de leur objectivation des impacts.

Partant de ce constat, deux questions émergent alors : comment comprendre le maintien de cette diversité d'approches de la mesure ? Et comment cette diversité se caractérise-t-elle sur le plan pratique et technique ? Nous commencerons par voir que l'un des facteurs favorisant cette diversité réside dans un cadre régulatoire peu contraignant (**c.**), puis nous examinerons les aspects comptables de cette diversité (**d.**).

c. Une diversité permise par un cadre régulatoire peu contraignant

Comme montré dans le premier chapitre, le champ a émergé, entre autres, à la faveur de mécanismes endogènes n'entraînant pas l'apparition d'instances de gouvernance internes ou externes pour stabiliser ou aligner les pratiques de ses participants. Mais au-delà de la question de ces instances de gouvernance, qu'en est-il du cadre régulatoire gouvernant les investissements à impact ?

La principale régulation sur les investissements durables qui s'applique aux acteurs du champ est la SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation)[172]. Il s'agit d'une régulation européenne[173] datant de 2019 et qui a pris effet en mars 2021. C'est donc essentiellement par rapport à la SFDR que les *asset managers* du champ de l'impact investing genevois doivent désormais se positionner. L'article premier de ce texte définit ainsi ses objectifs :

> "This Regulation lays down harmonised rules for financial market participants and financial advisers on transparency with regard to the integration of sustainability risks and the consideration of adverse sustainability impacts in their processes and the provision of sustainability-related information with respect to financial products." (Official Journal of the European Union, 2019)

Le principe de la SFDR est ainsi de contraindre les acteurs financiers s'auto-déclarant en « finance durable » à communiquer sur la signification de cette allégation. Cela passe par une contrainte principale, définie dans l'article 10 (*cf. infra*). Ce dernier réclame de ces acteurs qu'ils rendent public leur positionnement « durable », selon les critères précisés dans deux autres articles, le 8 et le 9[174].

[172] Il existe également une taxonomie européenne sur la finance durable, souvent abrégée « *green taxonomy* ». Nous n'intégrons cependant pas cette dernière au cœur de notre analyse pour deux principales raisons. 1) Celle-ci concerne spécifiquement les investissements avec un impact sur l'environnement, selon six axes tels que l' « adaptation au changement climatique », ou son ralentissement. Par conséquent, elle ne concerne pas directement un certain nombre des acteurs de notre enquête, focalisés sur les impacts sociaux, comme ceux de la microfinance. 2) L'entrée en matière de cette régulation a eu lieu très récemment, en plusieurs étapes, entre janvier 2022 et janvier 2023, pour des premiers rapports devant être remis en 2024. Ainsi, les données récoltées au moment de notre enquête ne permettent pas de prendre finement en compte les effets de cette régulation sur les comportements des enquêtés. Par ailleurs, cette taxonomie ne définit pas à proprement parler les modes d'investissements durables, mais identifie des secteurs valides pour prétendre à une activité « durable ». Plus d'informations à ce sujet sont disponibles à cette adresse : https://eu-taxonomy.info/info/eu-taxonomy-timeline (dernière consultation le 17.06.2024)

[173] Bien que les acteurs suisses ne soient pas directement contraints par les régulations européennes, ils doivent s'y adapter dans un certain nombre de cas, notamment s'ils proposent leurs produits à des acteurs européens. En pratique, les acteurs suisses n'ont pas la possibilité d'ignorer cette régulation.

[174] Parallèlement aux articles 8 et 9, l'article 6 précise que les fonds non durables doivent également communiquer un certain nombre d'informations concernant les risques relatifs à la soutenabilité. Ainsi, les fonds non durables sont souvent qualifiés de fonds « article 6 ».

Article 10

Transparency of the promotion of environmental or social characteristics and of sustainable investments on websites

1. Financial market participants shall publish and maintain on their websites the following information for each financial product referred to in Article 8(1) and Article 9(1), (2) and (3):

(a) a description of the environmental or social characteristics or the sustainable investment objective;

(b) information on the methodologies used to assess, measure and monitor the environmental or social characteristics or the impact of the sustainable investments selected for the financial product, including its data sources, screening criteria for the underlying assets and the relevant sustainability indicators used to measure the environmental or social characteristics or the overall sustainable impact of the financial product;

(c) the information referred to in Articles 8 and 9;

(d) the information referred to in Article 11.

The information to be disclosed pursuant to the first subparagraph shall be clear, succinct and understandable to investors. It shall be published in a way that is accurate, fair, clear, not misleading, simple and concise and in a prominent easily accessible area of the website.

Source : Official Journal of the European Union, 2019 (extrait de l'article 10)

Les articles 8 et 9 définissent ainsi deux types de produits durable (*cf. infra*). L'article 8 précise les informations qu'une institution financière doit rendre publiques lorsque sa stratégie durable s'appuie sur un produit qui *« promeut, entre autres, des caractéristiques environnementales ou sociales »* (notre traduction). L'article 9, lui, se veut plus restrictif, car il s'applique aux produits qui *« ont pour objectif un investissement durable »* (notre traduction). Dans la pratique, les fonds prétendument « durables » se classent soit en « article 8 », soit en « article 9 », et sont généralement respectivement qualifiés de « *light green* » et de « *dark green* »[175].

Article 8

Transparency of the promotion of environmental or social characteristics in pre-contractual disclosures

1. Where a financial product promotes, among other characteristics, environmental or social characteristics, or a combination of those characteristics, provided that the companies in which the investments are made follow good governance practices, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall include the following:

(a) information on how those characteristics are met;

(b) if an index has been designated as a reference benchmark, information on whether and how this index is consistent with those characteristics.

[175] Il s'agit d'expressions indigènes, utilisées aussi bien par les gestionnaires de fonds, que les acteurs périphériques comme les entreprises de conseil.

Article 9

Transparency of sustainable investments in pre-contractual disclosures

1. Where a financial product has sustainable investment as its objective and an index has been designated as a reference benchmark, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall be accompanied by the following:

(a) information on how the designated index is aligned with that objective;

(b) an explanation as to why and how the designated index aligned with that objective differs from a broad market index.

2. Where a financial product has sustainable investment as its objective and no index has been designated as a reference benchmark, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall include an explanation on how that objective is to be attained.

3. Where a financial product has a reduction in carbon emissions as its objective, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall include the objective of low carbon emission exposure in view of achieving the long-term global warming objectives of the Paris Agreement.

Source : Official Journal of the European Union, 2019 (extraits des articles 8 & 9)

Pour autant, cette régulation ne définit pas clairement les contours de ce que peuvent être des activités durables et donne peu d'éléments concernant la manière de communiquer les informations. Si les articles 8 et 9 précisent que les *asset managers* doivent indiquer la *« méthodologie »* qui a permis d'établir qu'un investissement a un *« objectif durable »* ou contient *« entre autres, des caractéristiques durables »*, peu de contraintes sont mises sur la nature et la mise en œuvre d'une telle méthodologie.

Par conséquent la SFDR, ne permet pas de différencier les *asset managers* du champ de l'impact investing genevois selon les différences de pratiques et de mesures que nous avons soulignées jusqu'à présent. Un/e cofondateur/trice de SFG[176], revient sur la difficulté à attribuer un label clair à l'impact investing, notant que l'article 8 inclut des approches d'investissement extrêmement variées :

> « On n'a pas réussi, même, à SFG, de définir clairement : parce qu'il y avait dans l'impact investing… il y avait la microfinance, ensuite il y avait ceux qui faisaient du *private equity*, ensuite il y a ceux qui faisaient du coté, mais qui voulaient dire qu'ils faisaient de l'impact. Voilà, tout ça. Et puis après, certains voulaient vendre leur méthodologie, donc. Et puis avoir la crédibilité, le label, et il y avait pas de label non plus. Et puis le label c'est toujours délicat, nous on est opposé, on aime beaucoup la transparence, donner beaucoup de transparence et d'informations sur de quoi est composé un portefeuille, et la mesure de label c'est que vous êtes impact ou vous ne l'êtes pas, vous êtes durable ou vous ne l'êtes pas. Et quand on voit, quand on a screené tous les fonds 'article 8', on voit qu'il y a un monde entre ce que les uns disent et prétendent être durable et d'autres. Donc c'est difficile d'avoir un label qui dit, ça c'est durable, ça, ça ne l'est pas. Est-ce que le *fossil fuel* est durable ou pas ? Est-ce que la transition, vous l'autorisez ? Est-ce que finalement vous voulez que les *best-in-class*, ou est-ce que

[176] Pour rappel, SFG (Swiss Sustainable Geneva) est une association fédérant des acteurs de la finance durable et promouvant ses approches.

vous éliminez les moins bon ? Donc il y a des nuances qui sont assez différentes. » (Un/e cofondateur/trice de SFG)

Au sein du champ de notre étude, la SFDR se révèle effectivement peu opérante, dans la mesure où la grande majorité des fonds des organisations étudiées sont classées en « article 9 », que ce soient les fonds microfinance d'Harmony ou les fonds listés d'Hecate. Ainsi, bien que l'approche *mainstream* d'Hecate soit critiquée par certains acteurs au sein du champ, elle entre dans la même catégorie régulatoire que les autres, ce qui lui offre une légitimité en lui permettant d'affirmer avoir l'approche la plus durable, aux yeux du régulateur (plus que celle de l'article 8). Ainsi, Caroline Dubas, d'Hecate, fait de cette classification une catégorie légitimante :

> « Le simple fait, en mars [2022] de devoir se positionner par rapport cet article 8 ou 9 a, je pense, amené un certain nombre de sueurs froides à pas mal d'acteurs. Et quand vous regardez les statistiques, y a peu de sociétés qui ont des fonds en article 9, donc la question du risque réputationnel, elle s'est déjà posée ; et je pense que les gens se sont mis en article 8 par conservatisme, en attendant de voir un petit peu les choses s'éclairer, et comment effectivement on va être jugés, ou en tout cas évalués, sur ces aspects-là. Maintenant, nous, la question s'est pas posée vu que de toute façon, la raison d'être d'Hecate, c'est de faire de l'investissement à impact, donc si aujourd'hui, nous, on avait pas la capacité de se classifier en en article 9, c'est qu'on aurait loupé un truc dans le *business model*. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

En somme, l'hétérogénéité des pratiques dans le champ de l'impact investing genevois est assortie d'approches de la mesure d'impact tout aussi variées, et relativement peu cadrées par la régulation européenne, qui ne permet pas de faire de différence entre des acteurs dont les pratiques reposent pourtant sur des moralités et pratiques très éloignées, comme montré plus haut.

d. De la diversité des conceptions de l'impact et de son objectivation par la mesure, à la distribution des moralités

Comme précisé au début de cette thèse, cet enjeu de diversité des approches du concept d'impact et de son objectivation par la mesure a donné lieu à de nombreuses publications—dépassant le seul champ des sciences sociales—visant à étudier et résoudre ces désalignements et proposer des pistes de standardisation. D'autres ont également observé les conditions de cette diversité et ses conséquences sur les régimes de valuation générés dans l'industrie de l'impact investing. En particulier, Guter-Sandu (2022) observe dans un récent article les origines et les matérialisations de cette diversité comptable de la notion d'impact. Parallèlement à la diversité interprétative que l'on observe dans le cas genevois, il montre que, à l'échelle globale, les projets de mesure d'impact ont essentiellement donné lieu à l'émergence de *frameworks* (cadres) adaptables, utilisés et exploités de

manière différenciée au cas par cas[177]. Ainsi, les deux outils principaux promus par les initiateurs du mouvement de l'impact (notamment le GIIN) n'ont nullement permis de réduire la diversité comptable de la mesure de l'impact. Le premier, l'IRIS, fonctionne comme une banque d'indicateurs[178] dans lesquels les parties prenantes peuvent librement piocher pour tenter d'objectiver certaines de leurs promesses d'impact. En ce qui concerne le second, le GIIRS, l'idée est de créer des scores agrégés et quantifiés, rendant compte d'une diversité de dimensions sociales/environnementales. Mais dans les deux cas, le choix des éléments pris en compte, évalués, et les méthodes choisies restent à la discrétion des parties prenantes—c'est-à-dire des investisseurs ou des gestionnaires d'actifs—selon des conceptions et présupposés épistémologiques variés (Nicholls, Paton et Emerson, 2015). Guter-Sandu montre ainsi qu'il en résulte une utilisation *« exploitative »* de la mesure d'impact, idiosyncrasique, et faisant la part belle aux dynamiques internes aux marchés financiers (plutôt que de se conformer à des standards extérieurs) :

> « Indeed, there are no precise guidelines as to what "impact" means, and in most instances this ambiguity is meant to be resolved through what can be called discretionary action: stakeholders can decide which metric or framework to utilize based on their unique circumstances—indeed, they can pick from the available ones or they can fashion their own. Furthermore, when it comes to the metrics themselves, what has been prescribed by industry regulators was not a narrowing down or standardization of the diversity of metric frameworks, but rather an acceptance of their heterogeneity and in some cases malleability. And even though there are frameworks that are more inflexible or "technocratic," by and large the metrics that have emerged endogenously are characterized by a significant amount of plasticity and are to a great degree participative. » (Guter-Sandu, 2022, p. 12)

Cette analyse macrosociale est ainsi en phase avec la prédominance des mécanismes endogènes[179] que nous observons dans le cas de l'impact investing à Genève et qui soutiennent l'hétérogénéité peu questionnée caractérisant à la fois les pratiques générales de l'impact investing, et ses approches de mesure d'impact.

Ayant mis en évidence cette hétérogénéité et ces utilisations idiosyncrasiques de la mesure d'impact, aussi bien à l'échelle globale que locale, nous proposons de poser la question de la manière dont ces modes d'objectivation variés de l'impact sont maintenus en pratique *et* structurent également la distribution des moralités de l'impact investing. En effet, à la différence de la comptabilité de la valeur financière, celle de la valeur dite d' « impact » ne repose pas sur des principes stables,

[177] Cet enjeu d'unité des *frameworks* n'est pas limité à l'impact investing et peut aussi se poser dans la finance ESG. Mais le cas de l'impact investing donne à voir un désalignement encore plus grand, se manifestant dans une faible conformité à des standards, et l'absence de régulation spécifique (nous y revenons plus loin).
[178] Par exemple : « nombre d'emplois créés », « nombre d'étudiants enrôlés », etc. Nous revenons plus loin sur le rôle d'IRIS.
[179] Notons que l'on retrouve là encore la double implication du terme « endogène », référant à la fois à l'intériorité d'un champ géographique (ici, Genève) et à celle d'un champ organisationnel (ici, le marché financier).

harmonisés et contraignants (Brandenburg, 2012), ni sur un *framework* partagé, comme cela peut l'être dans cas lors de la soumission de projets d'ONG à des agences de financement (Martinez et Cooper, 2019). Partant de là, comment l'hétérogénéité de cette comptabilité est-elle maintenue en pratique, comment structure-t-elle les conventions de l'impact investing à Genève et comment renforce-t-elle leur cohérence interne ?

Nous commencerons par réfléchir aux outils théoriques utiles à la résolution de cette question, puis montrerons, *via* une analyse plus fine des dispositifs de mesure d'impact, que ces derniers jouent un rôle important dans l'ancrage et le maintien de la variété et de la permissivité des conventions (et moralités qu'elles sous-tendent), dans le champ genevois de l'impact investing.

Les racines techniques de la diversité de la mesure d'impact : la mesure comme processus comptable

La littérature examinant les mesures d'impact en finance durable a essentiellement observé celles-ci sous l'angle de la *valuation*. En effet, une importante question qui se pose lorsque les marchés financiers prétendent pouvoir mesurer les impacts sociaux est celle de l'attribution de la valeur non économique (sociale et/ou environnementale), ainsi que son articulation avec la valeur économique (Barman, 2015, 2017, 2020 ; Bryan et Rafferty, 2014 ; Chiapello, 2015 ; Chiapello et Godefroy, 2017 ; Chiapello et Knoll, 2020a ; Fine, 2012 ; Langley, 2020). En particulier, Chiapello et Godefroy (2017) discutent le cas de l'impact investing en France et mettent en avant la pluralité des modes d'évaluation et de coordination qui coexistent sur ce marché. Ils montrent qu'au-delà de leur fonction classante et évaluative, ces diverses conventions de qualité se matérialisent dans des dispositifs techniques, en l'occurrence des dispositifs de mesure et de jugement (Karpik, 2007), qui permettent de segmenter le marché en différentes catégories de produits. La partition de l'impact investing est donc structurée par les différents standards et dispositifs qui cadrent la pratique :

> "Unless a standard succeeds in accumulating enough coercive force (e.g. via a legal obligation) or economic force (e.g. by attracting the market's most powerful actors) to permanently sideline other proposals, the debates are more likely to end in fragmentation of the markets, with many actors using a variety of quality judgment systems." (Chiapello et Godefroy, 2017, p. 159)

Si nos résultats sont en phase avec ce constat sur la diversité des approches de la mesure d'impact et des conventions identifiées plus haut, nous nous posons une question symétrique : plutôt que d'expliquer comment ces dispositifs de mesure et de jugement partitionnent le marché, nous nous demanderons comment, dans le cas genevois, cette diversité de dispositifs persiste de manière cohérente aux yeux de ses participants, sans que ne soit établie de distinction affirmée entre les

produits qui s'y échangent. En d'autres termes, nous proposons de partir de la lecture de Chiapello et Godefroy (2017) observant des conventions structurées par divers dispositifs techniques (de mesure), tout en abordant sous cet angle la question du maintien de ces conventions multiples, dans la lignée de ce que nous avons entrepris dans la partie précédente du chapitre.

Les approches existantes sur la question des dispositifs de jugement et de mesure dans l'impact investing permettent de comprendre si et comment des régimes de valeur distincts peuvent coexister, les relations qui les unissent, et les conséquences pratiques de l'émergence de régimes de valuation croisés. Si cette littérature a une grande importance théorique (sur le plan de la compréhension des modes de valuation) et pratique (car elle questionne aussi l'efficacité et les conditions de la mise en place de ces régimes dans la résolution de problèmes d'envergure), nous proposons ici de faire un pas de côté afin d'aborder la question des mesures d'impact sous un angle qui nous paraît plus fécond pour répondre à cette question du maintien et de la structure de la diversité. Dans l'article précédemment cité, Guter-Sandu (2022) rappelle que la mesure d'impact est un processus social reposant sur des *« accounting systems »*—des systèmes comptables—qui véhiculent les valeurs économiques et extra-économiques (sociales/environnementales). Si la notion de comptabilité renvoie, dans le langage courant, à une activité professionnelle très définie consistant essentiellement dans la mesure des moyens, des ressources, des recettes et des dépenses d'une organisation, elle se rapporte aussi—dans un champ de recherche plus large—à l'ensemble des dispositifs et processus sociaux impliquant le fait de compter, rendre compte, rendre calculables des objets, individus, ou espaces. Dans un récent article, Bracking (2024) propose également, à partir du cas des *green bonds*, d'observer la moralité de la finance à impact *via* ses dispositifs de mesure, se déployant à travers des inscriptions comptables, des systèmes de valuation, et des approches discursives et interprétatives. Elle montre ainsi que ces dispositifs supposément capables d'évaluer empiriquement des effets doivent plutôt être conçus comme des *« petites machines »*, qui produisent des *« convictions chez autrui »* et de l' *« objectivité »* (Rose, 1999, p. 37, notre traduction), et qui, en l'occurrence, ancrent certains présupposés moraux. Ces derniers sont incorporés dans des *« croyances épistémiques »* (Millo, Barman et Hall, 2016, notre traduction) qui supposent une ou des bonnes manières de compter (des impacts, en l'occurrence). Dans cette perspective, nous proposons de poser notre regard sur les systèmes comptables qui équipent la mesure d'impact, leur rôle et leurs fonctions en tant que tels. Autrement dit, plutôt que de nous focaliser prioritairement sur la question des modes de valuation qu'ils charrient, nous nous demanderons comment la mesure d'impact, en tant que pratique comptable, affecte la construction de l'impact investing et de sa moralité pratique à l'échelle du champ genevois. Cette approche a l'avantage de ne pas

seulement interroger les valeurs que la mesure construit, mais aussi la manière dont la pratique de cette mesure délimite la notion d'impact et cadre l'impact investing. Concevoir la mesure comme un processus comptable nous permet alors d'enrichir notre approche grâce à une littérature en *accounting* cherchant à identifier les fonctions de ces processus et les conséquences qu'ils ont sur les objets qu'ils « comptent » (Mennicken, Miller et Samiolo, 2008).

Dans un article fondateur visant à identifier les thèmes et fonctions principales des dispositifs comptables, Miller et Power (2013) leur attribuent quatre principaux *« rôles »* : *« territorializing »*, signifiant que la comptabilité délimite des espaces et des objets sur lesquels elle peut s'exercer ; *« mediating »*, car les processus comptables relient des objets, des individus, et des concepts de performance ; *« adjudicating »*, dans la mesure où la comptabilité sanctionne, par une évaluation de performance, les productions d'individus ou d'organisations, et *« subjectivizing »*, puisque ces évaluations présupposent le libre arbitre et la responsabilité des individus évalués. La notion de territorialisation telle qu'elle est utilisée par Miller et Power, suggère que les dispositifs et activités comptables, par leur capacité à rendre calculables[180] (ou à mettre en calcul) des espaces et des objets, les territorialisent. Autrement dit, cela permet à des réalités sociales de devenir des *« territoires de la comptabilité »*, définis et bornés par ces pratiques comptables :

> "The constitution of these territories of accounting enables them and their respective performances to be reviewed, evaluated, and compared with other such spaces by senior managers, board members, regulators, or even in some instances (such as public services) by the general public. This means that territorializing is not confined to states and statehood. Territorializing is achieved by linking ideas of the market with the instruments of accounting, so as to allow households, hospitals, schools, retired persons, or whatever to be constituted as accounting subjects obligated to calculate or be calculated. The calculative practices of accounting play a crucial role here, making calculable and visible in a specific way what was previously incalculable." (Miller, Power, 2013, p. 579-580)

Sans investir de manière profondément territoriale et géographique la construction des espaces de la comptabilité dans l'impact investing, notons que cette notion de territorialisation permet néanmoins de mettre l'accent sur l'objet soumis à un processus comptable, et pas seulement sur les régimes de valeurs produits, combinés ou amendés pendant l'opération.

Ainsi, nous proposons de partir de cette conception de la comptabilité, comme processus qui met en relation des acteurs et des concepts, leur attribue des scores de performance dont ils sont considérés responsables, et définit des réalités empiriques qui font l'objet de ces évaluations. Nous chercherons alors à mettre en évidence la manière dont la notion d'impact est définie, délimitée, et

[180] La notion de calculabilité, centrale dans la recherche en *accounting*, signifie ici : rendre compréhensible des objets par leur réduction à des catégories anticipables, comptables, souvent quantifiées, et traçables.

mise en relation avec des acteurs, dans les processus comptables de mesure à l'œuvre dans le champ. Autrement dit, en bornant et médiant l'impact dans un processus d'évaluation de performances liant investisseurs, *asset managers*, *investees*, et les activités de ces acteurs, la notion d'impact est définie sur le plan pratique ; elle est rendue comptable, et « calculable » (Miller, 1992), c'est-à-dire sujette à une réduction à un indicateur de performance. Nous chercherons ainsi à mettre en évidence les caractéristiques de cette mise en calcul de l'impact. Or, nous avons souligné jusqu'à maintenant la diversité et l'hétérogénéité des approches de l'impact investing au sein d'un même champ géographique, tout en soulignant les liens entre cette diversité pratique[181] et des moralités variables, au sein de conventions de qualité multiples peu attaquées. Dans cette section, nous montrerons que cette variabilité pratique et morale est également ancrée dans des dispositifs comptables techniques. Ces derniers rendent la notion d'impact compatible avec cette idiosyncrasie des pratiques et de leurs moralités, et renforcent la cohérence interne des conventions ainsi formées.

Les processus de « mise en comptabilité/auditabilité » (Power, 1996) tels qu'ils sont le plus souvent étudiés par la littérature ont pour fonction de tracer les contours des espaces calculables et contrôlables par les processus comptables (Mennicken et Miller, 2012), et de définir les objets de la comptabilité. Nous montrerons que, dans le cas de l'impact investing à Genève, la notion d'impact subit une mise en calcul comptable particulièrement permissive, qui donne lieu à une délimitation variable de l'objet « impact », au cœur de la pratique de l'impact investing (et dans des approches de l'objectivation des impacts très variées, comme nous l'avons vu superficiellement en **b.**). Par « mise en calcul permissive », nous affirmons que les processus de transformation du concept d'impact en une catégorie comptable (mise en calcul *via* des scores et autres indicateurs) se fait selon des normes interprétables et aisément adaptables aux grandes variabilités pratiques dans le champ (*cf.* notamment les pôles de pratiques). Nous verrons ainsi que la variabilité et l'hétérogénéité observées jusqu'à présent dans les pratiques du champ s'articulent avec une malléabilité globale du concept d'impact, dans la sphère comptable. Mais nous verrons que ces aspects comptables ne font pas qu'accentuer cette diversité : en l'ancrant techniquement, ils la structurent en renforçant les différentes conventions sur lesquelles elle s'appuie.

Pour étudier la nature de la mise en calcul comptable[182] permissive dans l'impact investing à Genève, nous examinerons successivement trois grandes fonctions classiques de la comptabilité, et constitutives de la mise en calcul des objets sur lesquels elle s'exerce. Dans chaque cas, nous verrons en quoi l'hétérogénéité des approches de mesure et la malléabilité générale de la comptabilité

[181] Et en particulier de la diversité pratique de la mesure d'impact, esquissée dans les précédentes pages.
[182] Plus loin, simplement « mise en calcul ».

d'impact qui la structure se traduisent dans et se maintiennent *via* des versions diverses et occasionnellement affaiblies[183] de ces fonctions comptables, conduisant à une mise en calcul globalement permissive de l'objet « impact » qui renforce les conventions diverses que nous avons identifiées. Nous commencerons par observer la manière dont la comptabilité d'impact traite la question de **l'action à distance**, *i.e.* les façons de collecter et vérifier l'information sur les *investees* et leur suivi, tout en s'assurant de sa qualité et de son authenticité (**i.**). Nous poursuivrons en examinant comment cette information de premier ordre est **transformée, mise en mesures**, et traduite dans des catégories comptables de second ordre, en questionnant notamment la manière dont ces catégories définissent la notion d'impact, ainsi que leur (in)comparabilité et (in)commensurabilité (**ii.**). Enfin, nous aborderons la question de la **communication et du *reporting*** des résultats des processus de comptabilité d'impact, avec un focus sur le rôle des rapports d'impacts, et les attentes des investisseurs initiaux (**iii.**). À partir de l'analyse de ces différentes fonctions comptables, nous conclurons sur l'existence d'un mode de mise en calcul comptable permissif des impacts, donnant lieu à une faible détermination de l'objet « impact ». Nous montrerons alors que cette permissivité des dispositifs comptables permet aux diverses formes de la mesure d'impact de nourrir et ainsi renforcer les différentes conventions de qualité identifiées précédemment.

i. La difficulté de l'action à distance et la qualité des données de premier ordre récoltées

L'un des principaux enjeux de la mise en calcul comptable d'un objet est celui du rapport entre l'entité qui produit la connaissance comptable sur celui-ci et les entités qui produisent l'activité évaluée. Autrement dit, l'enjeu est celui de la distance entre un « centre de calcul » (Latour, 2015) et des objets calculés. En s'appuyant sur Latour, Robson (1992) revient sur ce problème de l'écart entre A) le centre de calcul produisant le savoir 'ici', et B) la pratique (l'objet du savoir) 'là-bas', en interrogeant la manière dont un centre de calcul peut produire, en même temps, du savoir sur des réalités pratiques variées, sans s'y trouver pour autant. C'est le problème de l'action à distance :

> "A lack of 'correspondence' between the forms of explanation 'here' and the objects to which refer 'out there' is only a problem for those who wish to act at a distance […] The more remote […] the actor is from the setting he or she wishes to act upon, the more translations or forms of the setting ('information') need to be mobilized in order to overcome the problem of distance. The term translation here usefully suggests the role of distance: translation signals the notion of movement or displacement from one context to another." (Robson, 1992, p. 691)

[183] Par « version affaiblie », nous voulons dire que ces fonctions sont parfois mise en œuvre de manière atténuée, ou partielle, par certains *asset managers*.

Robson met ainsi en évidence le rôle des « inscriptions » comptables, les définissant comme des *« traductions matérielles d'un contexte (*setting*) sur lequel on agit (*to be acted upon*) »* (Robson, 1992, p. 691, notre traduction), et apportant une solution au problème de l'action à distance. Les processus de comptabilité produisent ainsi des inscriptions destinées à réduire à un objet de savoir des activités diverses ; ces inscriptions peuvent alors être des données quantifiées, des rapports, des scores… L'action à distance n'est ainsi pas qu'un enjeu de contrôle, mais aussi de *pouvoir* sur des espaces réductibles à diverses connaissances assimilables *en même temps* par un centre (Mennicken et Miller, 2012 ; Miller et Rose, 1990). Miller et Rose (1990) théorisent par exemple le rôle de l'action à distance dans l'exercice du pouvoir politique, notamment en France et au Royaume-Uni dans la période de l'après-guerre. En particulier, la comptabilité nationale, matérialisée dans des programmes de planification économique, s'accompagne d'un ensemble de catégories (croissance, production, etc.) et d'inscriptions comptables, comme le tableau entrées-sorties. Ces outils permettent ainsi la création d'un objet, l'économie nationale, *« to be known, recorded, calculated and operated »* (Miller and Rose, 1990, p. 12) depuis un centre, c'est-à-dire, en l'occurrence, la puissance publique. Comme le précise Robson (1992), l'action à distance ne se rapporte pas qu'à la distance physique entre le centre et l'objet de connaissance, mais à la capacité d'agir, *en même temps* depuis ce centre, sur différents espaces qui deviennent alors des territoires contenant des objets sur lesquels la comptabilité s'exerce.

Dans le cas de l'impact investing, l'enjeu du contrôle à distance est crucial dans la comptabilité d'impact. En effet, la territorialisation des espaces de comptabilité d'impact, et surtout la mise en calcul de la notion d'impact, sont le fait d'une chaîne d'entités disposant de statuts et de rôles divers, entre lesquels la fonction de médiation (Miller et Power, 2013) de la comptabilité va agir. Comme nous l'avons vu, les acteurs proposant des produits d'impact investing à Genève (*asset managers*), sont distincts des entités dont ils prétendent mesurer les impacts (leurs *investees*)[184]. Cette situation pose donc une difficulté d'exercice de l'action à distance et de médiation tout à fait classique, et parfois accentuée par la distance physique importante qu'il peut exister entre les *asset managers* et leurs *investees*, en particulier dans le cas où ces derniers se trouvent dans des pays en développement. Comme nous le verrons, l'information sur ces *investees* doit donc être récoltée par les *asset managers* au moyen de diverses inscriptions comptables (*cf. Fig. 24*).

[184] D'autant plus qu'il existe encore une distance entre ces *investees* et leurs clients sur place (*end-clients*), et tous les autres acteurs sur lesquels leurs activités peuvent avoir des impacts.

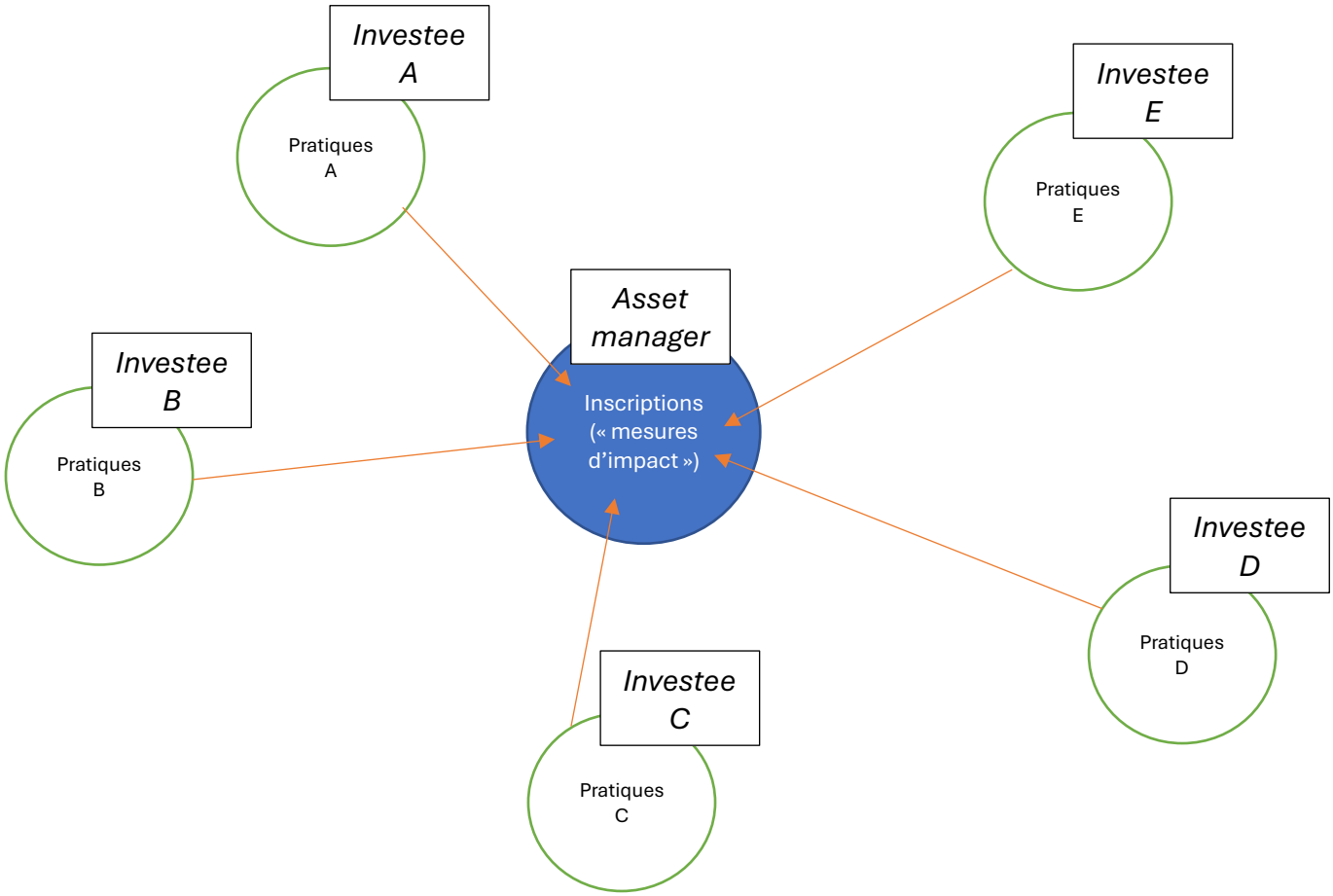


Figure 24 — L'action à distance, par les inscriptions, des asset managers sur les pratiques de leurs investees établit des territoires de comptabilité d'impact. Schéma inspiré de Latour (2015) et Robson (1992)

La plupart des investissements à impact réalisés par les acteurs de notre champ suivent un processus similaire, mais donnent à voir une importante diversité du traitement de l'action à distance. Nous verrons ainsi que les différents types de rapports entre *asset managers* et *investees* impliquent parfois des formes complexes de l'exercice de l'action à distance, donnant lieu à des collectes de données—ou mesures de premier ordre[185] (Power, 2004)—ayant des statuts variés, et affectant parfois la qualité ou la complétude des informations transmises de la périphérie (*investees*) vers le centre (*asset managers*).

Comme les processus d'investissement observés suivent, dans les grandes lignes, une structure similaire chez tous les acteurs, nous examinerons successivement les deux grandes phases d'un investissement et le rapport à l'action à distance au cours de chacune d'entre elles : la phase

[185] Ce concept fait référence aux données initiales récoltées dans un processus comptable, avant d'être transformées par différentes opérations de mise en calcul (*calculation*).

préinvestissement—incluant le *screening* et la *due diligence*—(**1.**), et la phase de *monitoring* (**2.**) [*cf.* par exemple, *Fig. 25*, qui présente les différentes phases d'un investissement chez Steelax, issu d'un document présent sur le site *web* de l'entreprise].[186]

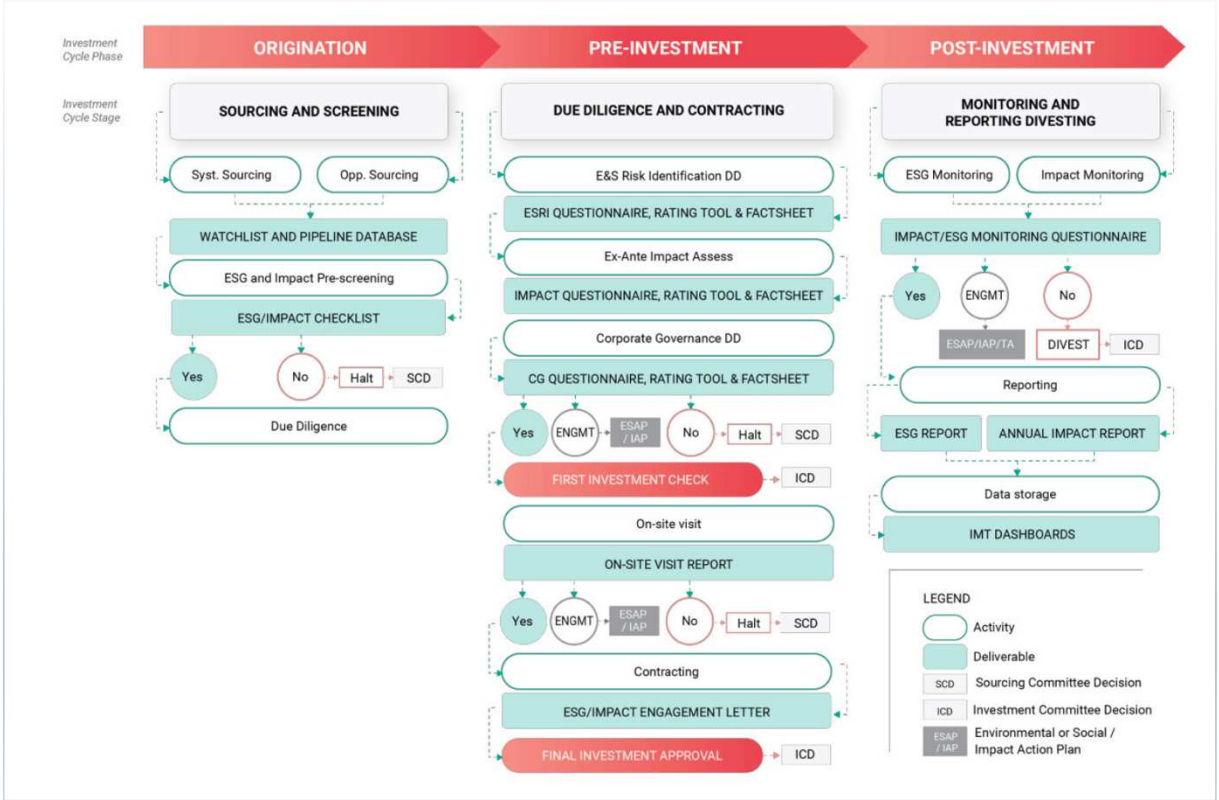


Figure 25 — Exemple : déroulement-type du processus d'investissement chez Steelax, issu d'un document présentant l'impact framework de l'entreprise, 2022

Ces formes de l'exercice de l'action à distance ne sont pas entièrement spécifiques à la finance d'impact. En effet, dans la finance conventionnelle, il est également commun de mener ce type de collecte de données. Cependant, notre cas s'en distingue principalement par la nature des données collectées : alors que dans l'impact investing, des données d'impact social et environnementales sont collectées, dans le cas de la finance classique, les données collectées sont essentiellement liées à l'évaluation de la valeur économique des actifs. Ainsi, selon les approches économiques classiques et l'hypothèse des « marchés efficients » (Fama, 1970), les choix d'investissement se basent exclusivement sur la collecte et le traitement de données dites « *price-sensitive* », c'est-à-dire qui sont susceptibles de renseigner mécaniquement sur la valeur future d'un actif (Kothari, 2001). Bien entendu, divers travaux ont montré que ces traitements comptables ne sont pas systématiquement

[186] Pour les besoins de l'analyse, nous classons tous ces processus dans un nombre fixe de « phases », mais dans la pratique, les organisations étudiées ont des processus qui pourraient appartenir à plusieurs de ces phases-types.

standardisés, s'appuient sur des émotions et préférences individuelles, et peuvent intégrer des données qui ne sont pas « *price-sensitive* » (Barker et al., 2012 ; Taffler, Spence et Eshraghi, 2017). Autrement dit, même hors de la finance d'impact, il n'existe pas de standard universel pour ces processus, qui peuvent impliquer des analyses purement mathématisées, du traitement de données qualitatives, ou encore la rencontre des directions des entreprises *investees*. Mais au milieu de cette complexité, la notion d'impact social/environnemental vient démultiplier la difficulté et la variabilité de ces traitements de données et de l'exercice de l'action à distance. En effet, l'enjeu n'est plus seulement d'évaluer la performance future de l'entreprise, mais aussi de prévoir sa performance sociale et/ou environnementale, selon des critères et catégories particulièrement variables, idiosyncrasiques aux différents *asset managers* (comme vu précédemment), et comme nous le montrerons dans les prochaines sections, se heurtant à des difficultés matérielles de collecte spécifiques à ces enjeux.

Avant l'investissement, des pré-évaluations complexes aux méthodes et objectifs variables

Avant de s'engager dans un investissement, que ce soit en dette ou prise de participation, privée ou listée, les *asset managers* du champ de l'impact investing genevois suivent tous un processus permettant de définir si, oui ou non, un tel investissement doit être réalisé. Ce processus inclut, comme dans la finance conventionnelle, une analyse financière des potentiels *investees*, mais ajoute également une analyse sur les enjeux d'impact de ces derniers. C'est sur ce second aspect que nous nous concentrerons dans cette sous-section et dans les suivantes. Cette phase préinvestissement pose de manière critique la question de la façon dont est menée l'action à distance. En effet, avant un investissement, les *asset managers* ont à leur disposition un ensemble de projets où réaliser un potentiel investissement et doivent évaluer, sans encore connaître individuellement ces projets et les personnes qui les portent, si ceux-ci sont en phase avec leurs objectifs d'impact. La résolution de ce problème passe ainsi par divers procédés, impliquant chacun des mises en œuvre plus ou moins fortes de l'exercice de l'action à distance.

→ Le screening, étape initiale de sélection des potentiels *investees*

Le *screening* est un terme qui, dans la bouche des *asset managers* de notre enquête, renvoie aux premières étapes de la sélection des potentiels *investees*. Il ne consiste pas en une évaluation fine de ces derniers, mais dans un premier tri—certains acteurs parlent de l'application d'un *« filtre »* — permettant de définir si leur dossier doit être pris en compte ou pas, compte tenu de leur apport potentiel à la théorie du changement (*theory of change*) de l'*asset manager*. En effet, la quasi-totalité des

entreprises d'*asset management* en impact investing dans notre champ ont développé une « théorie du changement » qui définit des objectifs d'impacts et les moyens supposés pour y parvenir. Il s'agit souvent d'un ensemble de relations de causalité relativement sommaires permettant d'identifier des secteurs dans lesquels investir et sur la base desquels réaliser le *screening* initial[187]. Par exemple, Regenae, dans un rapport d'impact (*cf. Fig. 26*), propose une représentation visuelle de sa théorie du changement en identifiant 3 secteurs-clés, qui se déclinent en 4 objectifs censés guider (pas forcément simultanément) chacun des investissements réalisés.

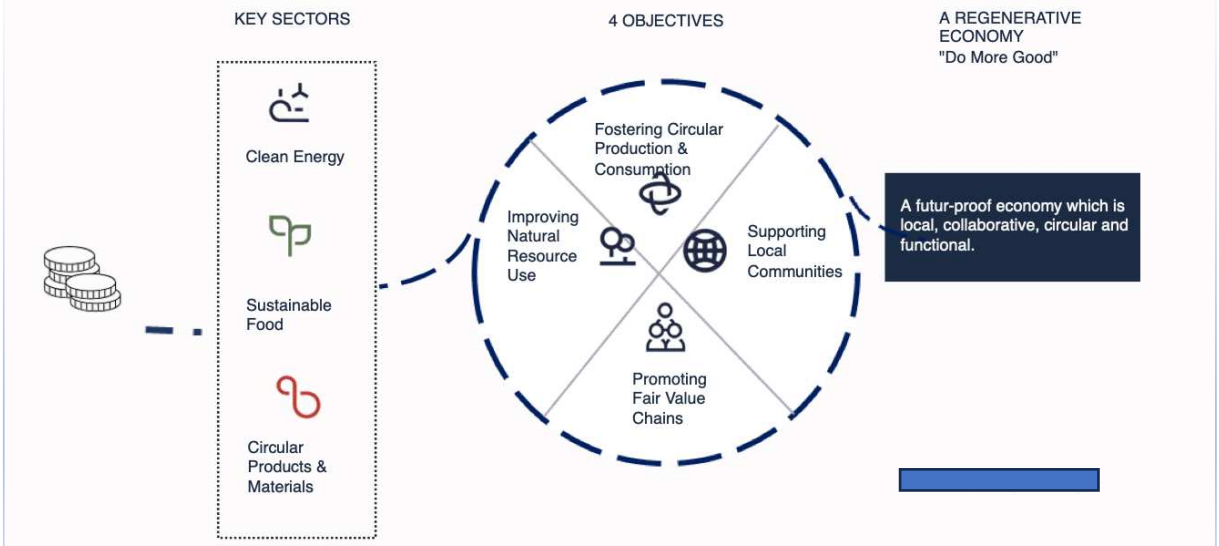


Figure 26 — Théorie du changement de Regenae, issu d'un rapport d'impact de l'entreprise, 2020

Les organisations du champ genevois réalisent cette étape de *screening* de plusieurs manières différentes, mais toujours selon cette même logique. Par exemple, au sein du pôle environnemental, certains acteurs comme Regenae examinent qualitativement la cohérence des projets potentiels, au sein d'un comité interne, avant de demander davantage d'informations aux potentiels *investees*, comme nous l'explique Clothilde Heger :

> « Alors déjà il y a deux façons de sourcer un projet. Soit on reçoit le dossier. On nous contacte à l'adresse de contact ou via des contacts personnels de chacun d'entre nous. Donc on reçoit tous les jours plusieurs projets— soit nous on les rencontre lors de conférences, lors de déplacements ou on les connaît. Donc soit actif ou passif. Et toutes les deux semaines, on a un comité interne qu'on appelle un *deal flow committee*, où on revoit tous ensemble, donc l'équipe d'investissement, l'équipe d'impact, chacune des entreprises, chaque opportunité et on décide ensemble si c'est en ligne avec notre stratégie d'investissement, notre positionnement impact, notre positionnement financier, le reste de notre portefolio. Et à partir de là, on décide 'oui' ou 'non', on va demander plus d'informations. […] Sur 100 que l'on reçoit, on doit demander des informations sur peut-être la moitié. Et sur ça, on va aller plus loin sur 20 et on va investir dans 2. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

[187] Cette étape implique aussi l'identification de secteurs exclus d'emblée, ou de critères excluants (par exemple, un certain pourcentage de revenu issu de certains secteurs comme le tabac, les énergies fossiles, etc.).

Du côté de Lime, le processus de sélection initiale est similaire. Anna Meunier, responsable de la gestion de l'impact, revient sur le déroulé de celui-ci :

> « En fait, la phase de screening, […] le but c'est d'aller identifier des entreprises qui répondent à l'*impact thesis* du fonds. Donc pour vous donner un exemple, le fonds [X], c'est un fonds qui investit pour les petits producteurs, du coup, on va aller regarder parmi l'ensemble des entreprises qu'on *screen* lesquelles vont vraiment améliorer les conditions des petits producteurs. Donc ça c'est une première étape, et il y a aussi […] la notion d'aller supporter en particulier les femmes et être *climate smart*. […] Et ça, c'est l'équipe d'investissement qui le fait et qui est entièrement investie de cet aspect […] Donc ça, c'est vraiment au niveau *screening*. Après une fois que grossièrement, on a retenu les entreprises qui répondent aux exigences, aux positionnements d'impact du fonds, on va aller regarder un petit peu plus loin. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

Après cette étape, une analyse en termes d'impacts potentiels est réalisée, sur la base des *« objectifs d'impact »* de l'*asset manager*. Cela passe par des discussions avec les entrepreneurs et une étude plus poussée de leurs produits :

> « Au niveau du *sourcing*, déjà il y a un filtre, on connaît les secteurs dans lesquels on investit, on sait quels sont les problèmes et on voit plus ou moins... on évalue si c'est pertinent ou pas. Si cela apporte une solution à ces problèmes. Donc ça c'est le premier filtre un peu qualitatif. Et après, selon les quatre objectifs que je vous ai dits... enfin, on a décliné l'économie régénératrice selon quatre objectifs […]. Donc sur chaque objectif, on va évaluer le positionnement de l'entreprise. On va évaluer à la fois les intentions et les actions. […] Ça se base... à ce niveau-là du filtre, c'est beaucoup de qualitatif et d'échange avec l'entreprise. Les intentions c'est 'est-ce que le CEO partage ces valeurs, est aligné, est-ce que c'est son objectif principal ?'. Donc voilà... Et les actions c'est 'ok, il dit que la protection de l'environnement lui tient à cœur mais est-ce qu'il y a que du plastique dans ces *packaging* ?' Voilà, on passe de l'intention à l'action. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

En somme, ce type d'approches initiales passe par une action à distance basée sur la collecte de données qualitatives lors de rencontres et d'évaluations au cas par cas après un premier tri selon des critères prédéfinis.

Du côté des acteurs des pôles « microfinance » et « marchés émergents », une approche similaire est adoptée, mais avec souvent, en plus, une présence initiale sur le terrain permettant d'identifier les potentiels *investees*, comme c'est le cas pour Harmony :

> « On a des équipes d'analystes spécialisés. Vu qu'on couvre toutes les régions, on a des bureaux un peu dans chaque continent pour couvrir ces marchés. Donc les équipes qui travaillent dans ces bureaux, c'est des analystes de terrain. Donc ils identifient des institutions financières qui ont besoin de dette pour grandir et qui vont faire leur *due diligence*[188]. Ils vont aller voir le management de ces boîtes, faire des visites de terrain et puis voir si c'est intéressant d'un point de vue financier et social d'investir dans ces boîtes de microfinance. Ça peut être des banques, des PME, des ONG, des coopératives agricoles. Ça peut être tout. On est surtout focus sur des institutions financières. Donc c'est vraiment ce flux de capitaux qui est important. Et puis on a des équipes dédiées à ça. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

[188] L'étape après le *screening*, précédant la décision d'investissement. Nous y revenons plus bas.

Bien entendu, ce rapport direct au terrain—et donc cette gestion de la distance—est intrinsèquement lié au cœur de l'activité en microfinance que nous avons décrite au début de ce chapitre. Il en résulte ainsi une action à distance qui, à la collecte qualitative d'information auprès des potentiels *investees*, ajoute une présence sur les sites pour vérifier et examiner cette information directement.

Enfin, de l'autre côté du spectre, les organisations du pôle *mainstream* réalisent un *screening* très distant de leurs *investees* qui leur octroie une information peu spécifique sur ces derniers. Celui-ci est essentiellement basé sur des données publiques sur ces entreprises (ou leurs rapports standardisés), plutôt que sur des catégories propres à l'*asset manager*. Par exemple, Hecate choisit principalement ses *investees* sur la base de *« thèmes d'investissement »* généraux, dérivés des SDGs[189], et procède à leur sélection sur la base d'une exclusion de ceux qui ne correspondent pas à ces thèmes :

> « En fait, on part des objectifs de développement durable (SDGs) comme étant un calendrier politique avec un certain nombre d'enjeux à résoudre sur le court et moyen terme. Et à partir de là, on en dérive des thèmes d'investissement […]. Donc une fois qu'on a déterminé quelles étaient les thématiques d'investissement existantes, on va pour chacune des thématiques déterminer si une activité, elle contribue positivement ou négativement ou *de facto* est neutre. Et en fait, ça va nous permettre d'avoir une cartographie de l'ensemble des activités économiques existantes, et pour chacun des thèmes, déterminer si en fait là on se retrouve dans quelque chose qui nous semble être une contribution positive, négative, etc.—et on a une granularité pour plus de 500 activités qui reprennent l'ensemble de l'économie, et pour ces 500 activités, on a la granularité de l'exposition des revenus de chacune des entreprises dans notre univers ; donc à partir de là, on exclut toutes les entreprises qui ont un impact négatif, quel qu'il soit, et on ne sélectionne que les sociétés qui ont une exposition de leur *business model* à des activités positives donc ça nous permet d'avoir une approche systématique, relativement granulaire, et surtout ça nous permet de pouvoir capturer assez rapidement une société qui tout d'un coup développe soit un nouveau business model, soit a une forme de transition puisque finalement à chaque publication de résultats, on a cette information qui nous remonte, on a décidé de ne pas investir dans les sociétés qui ont une activité négative; parce que la plupart des entreprises ont en général un mix. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

De même, Green Lotus, pour ses investissements listés, adapte sa méthodologie habituelle de mesure d'impacts en utilisant essentiellement des données publiques sur ses potentiels *investees* : comme indiqué dans un rapport de l'entreprise sur la mesure d'impact, *« the first source of information is based on publicly available information »*. Dans les deux cas, ces données générales sont ensuite utilisées pour supposer et anticiper certains types d'impacts, comme nous le verrons dans la prochaine section. D'une part, on pourrait argumenter que ces approches très généralistes d'Hecate et Green Lotus constituent des formes de l'exercice de l'action à distance tout à fait classiques, puisqu'elles réduisent la distance avec les *investees via* l'utilisation de processus généraux, réplicables, et stables (Robson, 1992). Mais d'autre part, il nous faut noter le caractère plus imprécis de l'information récoltée par ce biais : des données publiques sur une entreprises (ou ses rapports standardisés) sont

[189] Pour rappel, les SDGs (ou ODD) sont les objectifs de développement durable définis en 2015 par les Nations unies.

en effet moins spécifiques que des informations obtenues lors d'entretiens ou de visites initiales sur le terrain, permettant de cibler plus spécifiquement l'information requise, selon les objectifs de l'*asset manager*. L'utilisation de données générales réduit ainsi mécaniquement la précision de l'action à distance exercée, et ainsi, la force du pouvoir (*i.e.*, de la connaissance) sur les acteurs distants (*investees*) qui en découle.[190] Mais pour la compréhension empirique de notre cas, il est utile aussi d'observer la relation dans l'autre sens : ce faible exercice de l'action à distance signifie une prise de décisions d'investissement et une évaluation des entreprises *investees* sur la base d'informations potentiellement moins fines que celles obtenues *via* des visites de terrain ou des entretiens.

En somme, cette toute première étape de *screening* montre que la diversité des approches et des pratiques dans le champ fait émerger des formes et intensités variables de l'action à distance, dont certaines impliquent une distance entre *asset managers* et potentiels *investees* qui n'est pas surmontée par les dispositifs comptables mis en œuvre. Dans cette variété, les pôles « microfinance » et « marchés émergents » se caractérisent par une action à distance plus forte et plus contrôlée que celle du pôle *mainstream*—le pôle environnemental se situant entre les deux. Nous allons maintenant voir que cette variabilité existe aussi dans la deuxième étape préinvestissement.

→ Avant d'investir, la due diligence

Après la première étape du *screening*, les *asset managers* conduisent des analyses complémentaires sur leurs potentiels *investees* avant de prendre la décision d'investissement. En règle générale, ces analyses complémentaires correspondent à une phase dite de *due diligence*, c'est-à-dire un ensemble de vérifications réalisées en vue d'un investissement. Cette phase est cruciale dans le cadre de l'investissement d'impact, puisqu'elle est censée déterminer de manière plus poussée que lors du *screening* si, oui ou non, l'*investee* potentiel aura un impact social et/ou environnemental satisfaisant[191] aux yeux de l'*asset manager*. D'ailleurs, nous verrons plus loin que dans de nombreux cas, les évaluations mises en place dans le cadre de la *due diligence* sont les mêmes que celles qui sont réalisées périodiquement après la décision d'investissement. Généralement, cette *due diligence* s'appuie sur des déclarations des potentiels *investees* concernant des catégories prédéfinies par les *asset managers*,

[190] Ces affirmations sur l'action à distance sont toujours à comprendre du point de vue de l'acception théorique du concept ; elles ne constituent pas un jugement de valeur sur ce que serait un bon ou un mauvais contrôle exercé par les *asset managers* sur leurs (futurs) *investees*.

[191] Notons que les discours et documents officiels de nos enquêtés expliquent que ces impacts potentiels sont examinés à la lumière des risques qui les accompagnent. Autrement dit, ces *asset managers* affirment mener dans tous les cas une analyse des risques d'impacts négatifs, ou d'impacts non réalisés liés à l'activité de l'entreprise *investee* ou future *investee*.

permettant à ces derniers de produire des inscriptions (sous la forme de mesures et de scores[192]) censées informer la décision d'investissement. La question qui nous occupe ici est celle de la manière dont ces données sont collectées et mises en forme depuis la périphérie (les futurs *investees*) vers le centre (les *asset managers*).

La majorité des *asset managers* constituant notre champ procèdent principalement par questionnaires. Les questionnaires constituent une inscription comptable (Latour, 2015 ; Robson, 1992) permettant de mettre en forme, simultanément et de manière stable, l'information sur une diversité de futurs *investees*, et d'agir sur ces derniers (*i.e.*, de prendre la décision d'investissement) :

> « Après, il y a une analyse d'impact, une *due diligence* qui est faite et là qui se base sur du qualitatif et du quantitatif. On a une grille d'évaluation. Et sur la base de cette évaluation, on fixe des objectifs et des indicateurs à suivre avec l'entreprise […]. Il y a un score qui est attribué. […] Donc on part de l'économie régénératrice. On a quatre objectifs. Chaque objectif regroupe 3 à 4 indicateurs. […] Donc il y en a 14, entre 14 et 16. […] C'est basé sur un questionnaire. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Du côté d'Harmony, cette étape est assimilée à une *« pré-évaluation ESG[193] »*, et aboutit à la production d'un rapport communicant, là encore, des scores portant sur la responsabilité sociale[194] :

> « Donc, là, on a une équipe… t'as les analystes, là, et puis t'as une équipe qui va faire le *social responsability rating*, et c'est là où on va s'aligner sur ce que nous on considère comme important. Et chaque boîte, avant chaque transaction, est notée sur son social... on leur donne un *social rating*, de 0 à 5. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

[192] Nous reviendrons plus loin sur la production de ces mesures de second ordre.

[193] Les acteurs genevois positionnés en impact investing utilisent souvent le terme ESG pour désigner ces pré-évaluations, supposant qu'une telle approche permet de s'assurer de la conformité de l'entreprise à un certain nombre d'exigences de base, sans évaluer ou anticiper ses impacts globaux. À une telle analyse est censée s'ajouter, dans un second temps, une évaluation d'impact, plus ciblée sur les activités de l'entreprise et considérant de manière plus large les conséquences de celles-ci. Notons toutefois que la notion « ESG » peut avoir des significations très différentes selon les enquêtés et renvoyer à des conceptions plus ou moins proches du concept d' « impact ». De plus, des données qualifiées d'ESG peuvent aussi être utilisées et extrapolées pour évaluer un possible impact plus large. Par exemple, en *Fig. 27*, ces données « ESG » servent aussi de base à Harmony pour établir des résultats d'impacts. L'usage de ce concept est donc particulièrement mouvant et ne doit pas dans la suite du texte être pris comme une catégorie rigide.

[194] Une approche similaire est mise en œuvre chez Green Lotus, qui produit des *« impact scorecards »* pour chaque potentiel *investee*.

Outreach & Product Range

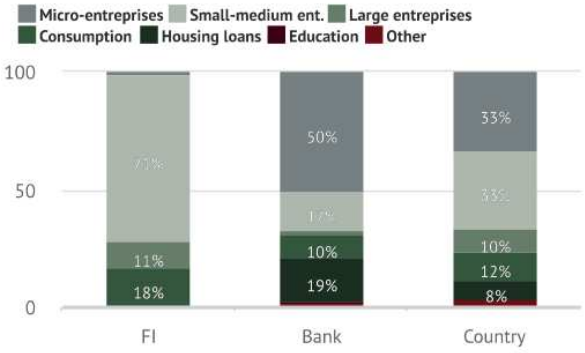
Borrowers	FI	Country (10)	Bank (67)
Number of active borrowers	124,491	209,871	120,643
Growth of active borrowers	2.5%	(3.7%)	(2.2%)
Avg. balance per borrower	5,028	2,701	22,203
Avg. bal. per borrower/GNI pc	4.41	2.37	11.56
Savers	**FI**	**Country (10)**	**Bank (67)**
Number of active savers	261,182	347,120	235,006
Growth of active savers	22.4%	20.7%	4.9%
Avg. savings per depositor	2,732	1,246	5,683
Avg. savings per depositor/GNI pc	239.68%	109.31%	168.07%
% savers/borrowers	209.80%	126.08%	399.62%
% savings/gross loan portfolio	95.49%	53.01%	74.88%
Loan Type, Number	**FI**	**Country (9)**	**Bank (50)**
Micro-entreprises	3.31%	59.36%	45.10%
Small-medium entreprises	56.33%	6.79%	9.74%
Large entreprises	17.57%	1.95%	1.43%
Household consumption	22.78%	14.25%	32.76%
Housing	0.01%	17.08%	3.82%
Education	0.00%	0.11%	0.18%
Other	0.00%	0.46%	6.97%
Methodology, Number	**FI**	**Country (9)**	**Bank (52)**
Individual	99.85%	67.01%	89.42%
Small solidarity group	0.15%	32.99%	10.58%
Village banking	0.00%	0.00%	0.00%
Gender, Number	**FI**	**Country (10)**	**Bank (54)**
Women	54.92%	73.37%	44.52%
Men	45.06%	26.63%	49.71%
Legal entities	0.03%	0.00%	5.76%
Location, Number	**FI**	**Country (9)**	**Bank (52)**
Urban	37.44%	24.67%	70.08%
Rural	62.56%	75.33%	29.92%
Activities, Number	**FI**	**Country (10)**	**Bank (55)**
Agriculture	36.25%	41.46%	14.48%
Production	6.68%	1.61%	4.35%
Trade	21.76%	19.38%	31.28%
Services	11.56%	12.27%	15.22%
Other	23.74%	25.28%	34.67%
Quality	**FI**	**Country (10)**	**Bank (67)**
PAR > 30 days + Write off	1.36%	1.99%	8.31%
Borrowers drop-out	34.94%	37.65%	45.94%

Branch Network	FI	Country (10)	Bank (67)
Nb. regular service points	163	134	86
Nb. borrowers / service point	764	1,479	1,451
Nb. savers / service point	1,602	1,844	3,429

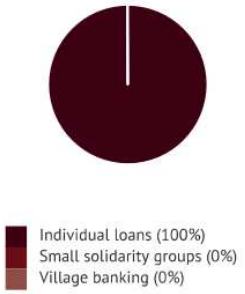
Product Range

Savings	Voluntary savings, Fixed term deposits, Checking accounts
Insurance	-
Fund transfer	Check, Money transfer/remittances, Other services
Non financial	-

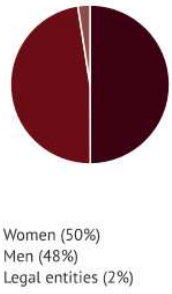
Loan Type, Volume



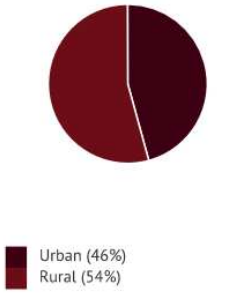
Methodology, Volume



Gender, Volume



Location, Volume



Activities, Volume

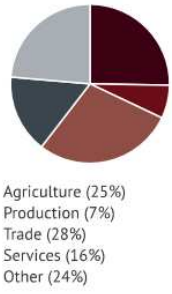
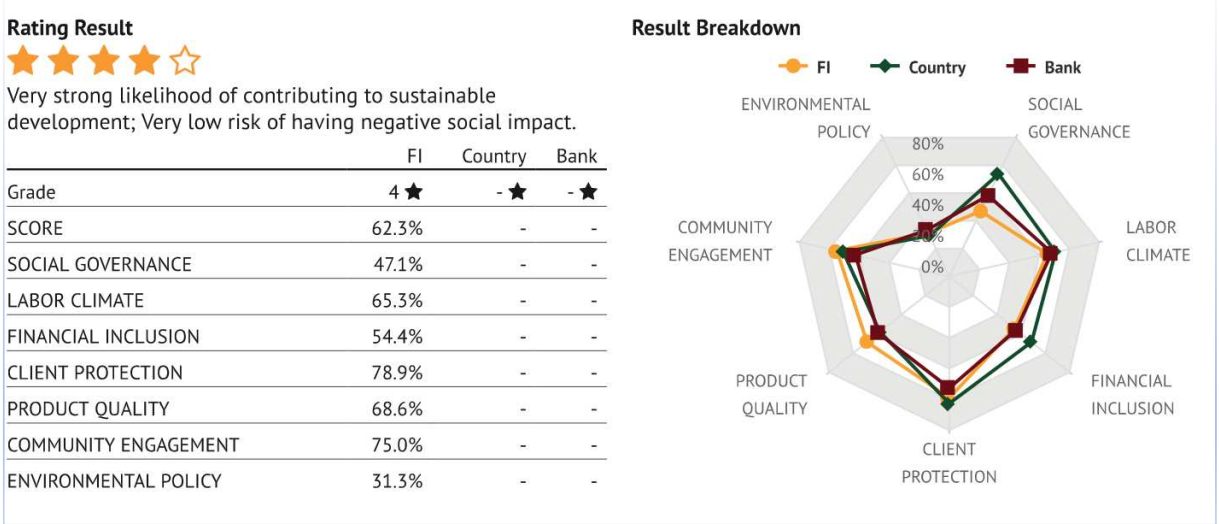


Figure 27 — Exemple de données collectées par Harmony auprès d'un potentiel investee en phase de due-diligence

Ces évaluations préinvestissement s'appuient ainsi sur des récoltes d'information standardisées. Par exemple, la *Fig. 27* est un extrait d'un document d'Harmony portant sur les méthodologies de mesure, qui présente les critères de ces évaluations préliminaires. Ces critères incluent une série d'indicateurs, comme le statut des emprunteurs, l'utilisation des prêts, les secteurs financés, etc.,

avec, pour chaque catégorie, une comparaison avec les autres institutions financières du pays, et un échantillon de banques dans le monde. En pondérant les résultats obtenus dans ces différentes catégories, des scores sont attribués, en comparaison aux autres institutions, et une note (sur 5) est établie. Ce score agrégé, présenté en *Fig. 28,* est alors censé aider à la décision d'investissement dans l'entreprise en question, en évaluant ses futurs impacts.



	FI	Country	Bank
Grade	4 ★	- ★	- ★
SCORE	62.3%	-	-
SOCIAL GOVERNANCE	47.1%	-	-
LABOR CLIMATE	65.3%	-	-
FINANCIAL INCLUSION	54.4%	-	-
CLIENT PROTECTION	78.9%	-	-
PRODUCT QUALITY	68.6%	-	-
COMMUNITY ENGAGEMENT	75.0%	-	-
ENVIRONMENTAL POLICY	31.3%	-	-

Figure 28 — Exemple d'un score de social responsability attribué par Harmony à un potentiel investee en phase de due diligence

Les approches issues du pôle « microfinance » proposent, là encore, un rapport plus direct avec le terrain, car c'est *via* des visites, notamment, que cette *due diligence* est menée, grâce aux équipes présentes sur place, réduisant la « distance » avec les *investees* et vérifiant directement l'information—ce qui n'est pas systématiquement le cas chez les autres types d'*asset managers*.

Enfin, du côté du pôle *mainstream*, cette phase de *due diligence* n'existe pas forcément[195], à proprement parler, dans la mesure où l'essentiel de la décision d'investissement est pris sur la base du *screening* en amont, comme présenté dans l'infographie d'Hecate, en *Fig. 29*, qui montre qu'un filtre initial détermine principalement cette décision. Celui-ci est basé sur des données essentiellement publiques, nommées ici *« Impact Research »*, *« ESG Integration »*, *« Financial Research »*. Cette manière de procéder est aussi due, de toute évidence, à l'importante distance initiale qu'implique l'investissement coté, et qu'il est beaucoup plus difficile de contrôler. En effet, comme précisé plus haut dans ce chapitre, la relation entre un investisseur et son *investee* sur un marché financier est beaucoup plus ténue qu'en *private equity* ou *debt*, réduisant largement la possibilité pour le premier d'agir à distance sur le second.

[195] Certaines exceptions existent. Green Lotus mentionne qu'une *due diligence* peut avoir lieu dans le cas des fonds listés, impliquant des rencontres avec le management de l'entreprise.

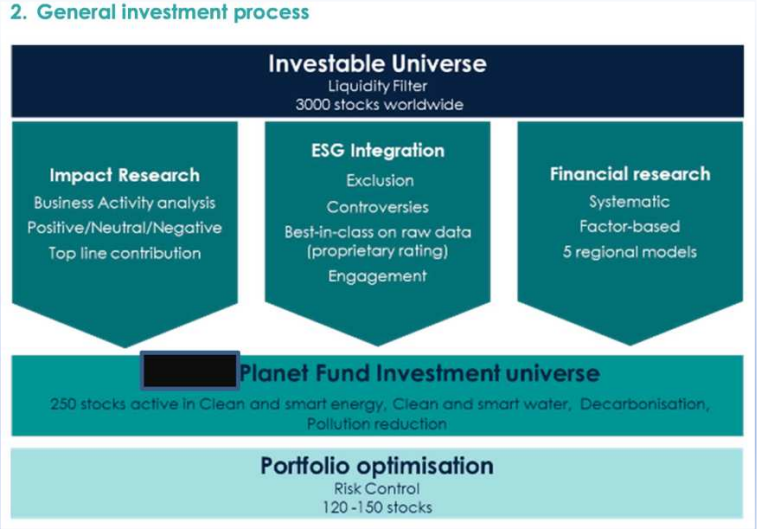


Figure 29 — Schéma du processus d'investissement chez Hecate, issu du site web de l'entreprise

En fin de compte, ces exemples montrent que le premier stade de l'objectivation des impacts se déploie selon un spectre relativement étendu de l'intensité de l'action à distance des *asset managers* sur les *investees*, avec pour conséquence des rapports variés aux données de premier ordre collectées. La plupart des décisions d'investissement s'appuient sur des données déclaratives, mais certaines s'accompagnent de vérifications réduisant la distance avec les *investees*, alors que d'autres n'impliquent aucun rapport avec ces *investees* et s'appuient sur des données publiques. Ces variations dépendent beaucoup, comme nous l'avons vu, des différents pôles de pratiques identifiés précédemment.

Le monitoring

Après qu'un *asset manager* a décidé de réaliser un investissement, il entre dans la phase de *monitoring* de son *investee*. Sur le plan de la mesure des impacts, cela signifie que l'*investee* va devoir rendre des comptes périodiquement sur les impacts sociaux et environnementaux que son activité a générés. Le *monitoring* pose, là encore, la question de l'exercice de l'action à distance, puisqu'il s'agit pour les *asset managers* de suivre et d'évaluer les impacts de leurs multiples *investees*, en même temps, et en utilisant des données suffisamment précises. Ce *monitoring* peut prendre plusieurs formes.

Tout d'abord, chez les acteurs issus du pôle *mainstream*, un tel *monitoring* n'a pas lieu en tant que tel : par exemple, pour Hecate et les fonds listés de Green Lotus, le *monitoring* consiste essentiellement

en une réévaluation régulière des données publiques sur l'*investee*[196] ou des rapports qu'il fournit. Ensuite, dans les organisations pratiquant un *monitoring*, sa forme la plus classique consiste à renouveler les évaluations mises en œuvre lors de la *due diligence*, à intervalles réguliers, pour s'assurer que les caractéristiques de l'entreprise sur la base desquelles la décision initiale d'investissement avait été prise, sont encore d'actualité, et que celle-ci n'a pas dévié de sa mission. C'est par exemple le cas de Regenae et de Steelax, proches du pôle « environnement », qui renouvellent régulièrement l'évaluation de leur *due diligence* pour évaluer la progression des *investees* :

> « Et sur la base de cette évaluation [faite pendant la due diligence], on fixe des objectifs et des indicateurs à suivre avec l'entreprise de manière régulière, donc trimestrielle, semestrielle ou annuelle. Et après tous les ans, on refait une autre évaluation. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

> « Ce qu'on fait, c'est qu'on collecte des données lors de notre *due diligence* et lors du *monitoring* annuel donc on a un set d'indicateurs—on en a quand même beaucoup, entre 50 et 100… Je dirais 50 indicateurs qu'on suit vraiment, plus des indicateurs qualitatifs—donc au niveau de la *due diligence*, donc avant l'investissement, on va collecter des données sur ces indicateurs-là, ça va nous servir de *baseline*, c'est-à-dire avoir des données avant investissement. Ensuite on va collecter des données chaque année et on va comparer les données, l'évolution, en fait, des données, par rapport à la *baseline* qui sont les données collectées avant investissement. » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

Ainsi, cette procédure de *monitoring* consiste à renouveler la collecte initiale de données (souvent par questionnaire), et à en suivre l'évolution. Transform adopte une stratégie similaire et procède, tous les ans, à une nouvelle collecte de données auprès de ses *investees*, selon deux volets : la dimension « ESG » (qui concerne essentiellement des données opérationnelles de l'entreprise, sa gouvernance, etc.), et la dimension « impact », qui consiste en des questions plus poussées sur les activités de l'*investee*. Cette collecte de données se fait à partir d'un questionnaire Excel, dont les catégories correspondent au type d'activité de l'*investee* en question. Lors d'un entretien, Paula Bàrcenas, de Transform, nous a montré un tableur permettant de réaliser cette opération. Ce dernier comprenait, en lignes, des mesures mises en œuvre pour garantir certains standards sociaux (par exemple : pas de travail des enfants, accès à l'éducation…) et des informations de base sur l'entreprise et sa gestion (par exemple : nombre d'employés permanents, à temps partiel, leur salaire…), et en colonnes, les réponses des entreprises en question, parfois différentes en fonction des années.

Enfin, certains *asset managers* ajoutent dans leur phase de *monitoring* d'autres indicateurs, estimant que la première analyse préinvestissement doit être enrichie de données plus précises, permettant

[196] Bien entendu, ces données publiques peuvent être combinées à des analyses complémentaires produites par les *asset managers* sur la situation du pays des *investees*, la conjoncture économique, etc. Mais les données initiales restent générales et souvent publiques.

ensuite d'évaluer les impacts, selon ce qui a été convenu avec l'entreprise au moment de l'investissement :

> « Donc voilà, le screening, les premières analyses qui sont faites et ensuite la vraie *due diligence* qui est faite sur les aspects ESG, risques ESG. Tout ça est transmis au comité d'investissement et une fois qu'on a décidé qu'on allait investir, là, on rentre dans la phase où on va discuter avec l'entreprise de quels sont les indicateurs d'impact sur lesquels ils vont pouvoir nous fournir des données, sachant que pour nous, en général, on a selon le fonds, selon le positionnement du fond, on a déjà une liste d'indicateurs qu'on veut collecter. Et donc bien sûr, on vérifie si eux sont en mesure de reporter les indicateurs de cette liste. […] Et puis après, une fois que tout ça est signé et qu'on a déboursé le financement, on rentre dans la partie vraiment *monitoring* de l'impact. Et donc là on va collecter les données d'impact à une fréquence régulière qui est discutée, qui est décidée avec l'entreprise. En général, nous c'est—alors il y a certaines données qui sont des données assez opérationnelles, qui sont des données un peu basiques d'impact, par exemple le nombre d'employés, le nombre de femmes parmi les employés, le nombre de clients, ça on le collecte tous les trimestres—après, on va bien sûr beaucoup plus loin que ces données-là et donc on a une liste d'indicateurs d'impact plus complète qui est collectée soit annuellement, dans la plupart des cas c'est annuellement, soit tous les 6 mois pour certains fonds, on a des exigences d'aller collecter la liste complète de tous les indicateurs tous les 6 mois. Voilà. Donc selon des fréquences qui sont définies à la fois par nos investisseurs aussi et en discussion, nous, avec l'entreprise. Voilà. On a plusieurs fréquences de *reporting*, selon la complexité aussi des données qu'on leur demande de fournir. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

En somme, retenons que ces formes de *monitoring* s'appuient sur une action à distance basée sur des déclarations par questionnaires standardisés. Cela pose la question de la qualité et de la précision des données récoltées, qui ne sont pas systématiquement vérifiées, et qui peuvent être mal renseignées, comme le précise Clothilde Heger, préférant alors coupler de tels questionnaires avec des entretiens[197] :

> « C'est un questionnaire, mais qui va toujours avec une discussion. On n'envoie jamais un questionnaire en disant 'répondez-nous'. Donc on envoie le questionnaire pour que l'entreprise se prépare mais après il y a toujours des discussions autour de chaque question, chaque point, parce que notre constat c'est que, aujourd'hui, en général, si une entreprise répondait au questionnaire, elle donnerait la moitié des informations de ce qu'elles font vraiment et en général, dans la discussion, elles s'aperçoivent qu'elles font plus et elles mettent des mots sur ce qu'elles font. Donc on n'envoie jamais [seulement] un questionnaire. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Paula Bàrcenas, analyste à Transform, réalise un constat similaire, mais indique que les questionnaires s'accompagnent d'une discussion seulement si l'*investee* a des questions spécifiques, ou si des réponses incohérentes ont été fournies[198] :

> "No, [we do not do interviews] … [But] in this process, it can happen that the investees have some questions regarding this questionnaire, so yes [we do interviews], […] if they have any questions […]. Or, once I have all the information that I start, like, reviewing each company, maybe we can find… I don't know, in a financial, in a microfinance company, […] they say that they have zero percent of unique clients. So, we said like, 'come on that's not possible, let's go back, what happened?'... and then we have to go back to the investee and say 'so you said you don't have... was it a mistake, or was it something you didn't understand, or?'" (Paula Bàrcenas, Impact Analyst, Transform)

[197] Elle précise également que les *investees* peuvent faire l'objet d'audits.
[198] Cela étant dit, Transform impose également des visites annuelles à ses *investees*.

Enfin, certains autres acteurs, en particulier ceux situés au niveau du pôle « microfinance », notamment grâce à leur présence sur place, vont encore plus loin dans la récolte des données dites d'impact. C'est le cas d'Harmony, qui collecte, en plus des données ESG de la phase de *due diligence*, des données dites d'*outcome*[199], censées informer sur l'étendue de la population atteinte par les investissements en bout de chaîne, et le type d'effets que ces derniers ont sur eux. Autrement dit, les questions adressées aux entreprises *investees* (approche qualifiée d'indirecte par Harmony) peuvent être assorties de questionnaires et entretiens destinés à la clientèle de ces dernières (approche qualifiée de « directe » par Harmony, *cf. Fig. 30* pour des exemples de ces questions). Si l'on prend l'exemple d'un investissement dans une institution de microfinance (MFI) offrant des services bancaires à une population, les individus bénéficiant de ces services pourront être incités à communiquer les avantages ou inconvénients que ce service leur aura apporté :

> "While the indirect approach has been practiced since inception at Harmony, it is less robust and not scientifically prone to validating/falsifying the social outcome implied compared to the direct approach. However, the indirect approach is largely automatable and exhaustive over the entire MFI clientele or as weighted to MIV [microfinance investment vehicle] investments. The direct approach is part of a new initiative that we are developing at Harmony, in collaboration with academic circles, to conduct regular onsite sample interviews of MFI end-clients, in this case SMEs, in a process separate from the portfolio investment dynamic." (Extrait d'un rapport d'Harmony sur la méthodologie de mesure des impacts, 2017)

II. OUTCOME MEASUREMENT: DIRECT ONSITE END-CLIENTELE INTERVIEWS AND DATA COLLECTION

Questionnaires covering 30 questions/topics per end-client.

1. FINANCIAL SECURITY
1.1 Mobile banking, domestic payment systems
1.2 Remittances, foreign payment systems
1.3 Credit card, ATM distribution and payments
1.4 Savings account
1.5 Pension plan
1.6 Life insurance
1.7 Credit line with 'credit life'
1.8 Health insurance
1.9 Home insurance
1.10 Vehicle insurance

2. HOUSEHOLD CONSUMPTION
2.1 Salary, wage
2.2 Housing finance (land, mortgage, refurbishment)
2.3 Education finance (schooling, tuition, material)
2.4 Household finance
2.5 Energy finance (solar, hydro, wind, biomass, waste)
2.6 Water, sanitation access
2.7 Vehicle, transport access
2.8 Food storage, process and access
2.9 Washing machine, appliances
2.10 Heating, air conditioning access

Figure 30 — Extrait d'un rapport d'Harmony sur la méthodologie de mesure des impacts, 2017

D'autres organisations, comme Green Lotus ou Lime, cherchent aussi à obtenir des données sur les clients en bout de chaîne, mais plutôt en s'appuyant sur des collectes ou enquêtes menées par leurs *investees* ou des acteurs tiers :

[199] Terme indigène. Il s'agit de données se référant généralement au nombre de personnes atteintes par un investissement. Nous reviendrons très largement sur ces terminologies dans la seconde section.

> « Ça nous est arrivé, […] avec d'autres *service providers* qui administrent des questionnaires. […] En fait, on en a fait trois jusqu'à maintenant, chez Lime, des études comme ça. Et ça c'est vraiment très intéressant mais pour ça il faut des ressources supplémentaires. Il faut une *third party* qui va administrer les questionnaires et donc du coup il faut effectivement mettre les moyens là-dessus et en général, là, ce qu'on est en train de faire, […] pour un de nos fonds de nouvelle génération, avec nos investisseurs pour essayer de dégager une poche budgétaire pour mettre en place une étude de ce type-là. […] De manière générale, d'aller mesurer la satisfaction des bénéficiaires finaux, c'est vraiment le but mais c'est quelque chose qui est pas toujours à notre portée et il faut en général des études dédiées. Alors que notre système de *reporting* de l'impact systématique, c'est d'aller demander à l'entreprise, *l'investee*, de nous fournir des données. Donc ce qui n'est pas à la disposition de l'entreprise de *l'investee*, ben on peut pas l'avoir en quelque sorte. Parce que nous on va pas plus loin directement, à moins d'avoir des ressources pour ces études plus ciblées. Et par contre, parfois les *investees* ont eux-mêmes développé des études d'impact. Par exemple […] un de nos *investees* dans l'accès à l'énergie, ils sont très technologiques et donc ils ont accès à énormément de données sur leurs clients. Et parfois, ils font une analyse plus poussée sur la base de ces données-là et ils nous ont parfois transmis des études d'impact qu'eux-mêmes avaient mené et ça c'est hyper intéressant. Notamment, ils avaient travaillé avec une personne qui était doctorante au Rwanda, sur l'impact pour les femmes de l'accès à l'énergie. Donc ça c'était vraiment très intéressant pour nous d'avoir accès à cette étude qui n'avait même pas eu besoin d'être financé par Lime mais que l'entreprise a elle-même faite, en fait. Donc on essaye d'être très, très à l'écoute et de leur demander s'ils peuvent nous transmettre ce genre de données-là, s'ils les ont. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

En fin de compte, ces exemples présentent différentes intensités d'action à distance. Certains *asset managers* exercent un contrôle fort sur l'information récoltée, en la recoupant ou en limitant la longueur des chaînes d'acteurs qui la fournissent, comme dans le cas d'Harmony, s'assurant ainsi d'une action à distance relativement puissante sur les *investees*. D'autres ont une approche intermédiaire se basant sur une récolte par questionnaires standardisés. Enfin, certains—en particulier les acteurs du pôle *mainstream*—ne procèdent pas à des récoltes de données de *monitoring*, ou bien renouvèlent simplement les évaluations effectuées lors des phases préinvestissement.

Au cours de ces deux grandes phases des investissements, les cas examinés ci-dessus montrent donc la grande variété de la pratique de l'action à distance et de la fonction « médiante » de la comptabilité (Miller et Power, 2013), au sein d'un même champ, et d'une même catégorie de la finance durable : l'impact investing. Cette variabilité provient d'une mise en œuvre variable, et occasionnellement faible, d'une des fonctions premières de la comptabilité, à savoir la capacité, pour un centre (ici, les *asset managers*), de connaître, à distance, plusieurs entités périphériques (les *investees*), selon des catégories comptables pertinentes. Ces variations ne sont cependant pas aléatoires, car ces gestions diverses de la distance sont corrélées aux « pôles de pratiques » auxquels ces organisations appartiennent : les acteurs du pôle « microfinance » développent un rapport particulièrement proche au terrain de leur *investees*, et à l'inverse, les *asset managers* du pôle *mainstream* ont une distance avec les *investees* beaucoup moins facile à surmonter.

En somme, les différentes approches morales et pratiques de l'impact dans le champ s'articulent autour de différentes formes de comptabilités d'impact, et en l'occurrence, de divers rapports à leur

gestion de l'action à distance. Dans la prochaine section, nous verrons qu'une autre dimension centrale qui segmente ces différentes comptabilités est la production de mesures de second ordre.

ii. Les mesures de second ordre et la délimitation de l'objet « impact »

Comme évoqué plus haut, Power (2004) distingue, dans les processus de comptabilité, les mesures de premier ordre et celles de second ordre. Si les premières constituent déjà une mise en forme du réel par la création de catégories comptables, les secondes vont plus loin et s'autonomisent vis-à-vis des entités initialement comptées[200] ; elles acquièrent, pour reprendre l'expression de Power, *« une vie virtuelle qui leur est propre »* (notre traduction) :

> "In addition to accounting ratios, growth and inflation rates, mortality and market indices all have a virtual life of their own as second-order measures, in many cases constituting distinct bodies of knowledge in which averages, measures of dispersion and correlations enable organizations, countries and regions to be compared with each other and for inferential models to be constructed. Second-order measurement consists in extensive and dense systems of circulating statistical objects in a hyper-reality of calculation (Vollmer, 2003). […] The objects of second-order measurement must be thought of, and measured, as real and independent of measuring processes, i.e. social facts are treated as things, even though their deep conventionality is visible to the social scientist (Desrosières, 1998)." (Power, 2004, p. 772)

Comme nous le verrons empiriquement dans cette section, la notion d'impact entre entièrement dans cette catégorie : après une collecte de données de premier ordre auprès des *investees* (comme présenté dans la section précédente), ces données sont transformées, par des opérations de mise en calcul, en un objet qui acquiert une réalité sociale propre : une *mesure de second ordre*. La mise en forme de cette mesure de second ordre, l'impact, est alors cruciale dans la délimitation comptable de l'objet. C'est ainsi qu'on passe par exemple de données brutes sur les produits vendus par un *investees* à un score d'impact environnemental lié à ces activités. Cette mise en forme simplifie, réduit et attribue une valeur à (*adjudicates*, Miller et Power, 2013) l'impact, tout en le rendant comparable dans différents contextes :

> "For all the difficulties of performance measurement systems, it is argued that they provide a common language and framework […]. The simplicity of a measurement system, which can represent the performance of an entire organization in a balance sheet on one page, or which can produce a single number called profit, or which can calculate the value at risk for the entire enterprise, is at the heart of this dream of a final and ultimate commensurability. It is as if the reduction of complexity is valued for its own sake as the basis for a shared language to support decision making and for a distinctive policy style." (Power, 2004, p. 774)

L'impact, tel qu'il est calculé par les acteurs de notre recherche, répond là encore à ces enjeux, puisqu'il doit être mesurable et objectivable. Nous verrons que les *asset managers* développent ainsi

[200] Dans notre cas, les mesures de premier ordre correspondent à la collecte des données étudiées dans la section précédente.

divers dispositifs comptables de mise en calcul pour quantifier un tel impact, mais aussi en faire un objet statistique manipulable. Ce faisant, ils peuvent tenir, par rapport à cet objet, des discours sur son intensité, ses évolutions, sa progression, et prendre des décisions en conséquence—en somme, autant de notions conditionnées à l'existence d'une certaine commensurabilité similaire à celle qu'on observe dans les aspects plus classiques de la finance :

> "Today we take measures of 'return on capital', 'leverage', 'solvency', and 'liquidity' very much for granted. While they are derived from financial statements, these ratios have a lengthy history and have today acquired an institutional life of their own (Kurunmäki & Miller, 2013). They circulate as abbreviated measures of economic performance and health across many different organizations and are used by financial analysts, credit-rating organizations, regulatory bodies, and others. We suggest that such ratios are powerful devices which do not so much represent organizational health as define the success and failure of organizations. And, as organizations feel the pressure of being compared to each other, of being made commensurable in terms of these ratios (Espeland & Stevens, 1998 ; Samiolo, 2012), they increasingly orient organizational action toward them." (Miller et Power, 2013, p. 585)

Dans cette section, nous examinerons donc à la fois comment l'impact est délimité et mis en calcul par ces mesures de second ordre au sein du champ, tout en questionnant les formes de commensurabilité que ce processus permet. Nous montrerons que cette délimitation est le plus souvent imprécise et contribue à la mise en calcul permissive de l'impact. Elle autorise ainsi des approches comptables multiple, qui se couplent avec les différents pôles de pratiques identifiés. Nous commencerons par démontrer que la mesure d'impact de second ordre dans le champ révèle de fortes disparités techniques et méthodologiques entre les pôles, générant une commensurabilité faible et une délimitation poreuse du concept (**1.**). Puis nous montrerons que ce flou autour de l'objet impact s'explique notamment par un écart fort entre les objectifs et définitions idéales données par les acteurs du champ, et les pratiques qu'ils mettent en œuvre dans les mesures de second ordre (**2.**).

La diversité des mesures de second ordre

Dans cette sous-section, nous verrons que la mesure de second ordre[201] de l'impact se déploie de manière irrégulière dans le champ, mais selon les pôles de pratiques connus. Nous commencerons par examiner les points communs des approches observables, avant de mettre en évidence leurs différences et leur ancrage dans les pratiques idiosyncrasiques des différents acteurs. Nous finirons par réfléchir au rôle des standards, cadres d'analyse (*frameworks*), et méthodologies censés

[201] On se focalisera ici sur la mesure d'impact post-investissement, pour faciliter la comparaison, bien que des mesures de second ordre soient aussi produites en amont.

harmoniser ces différents modes de mesure, tout en insistant sur le faible rôle qu'elles jouent dans le champ.

Ce qu'il y a de commun : des mesures quantitatives brutes

Si les *asset managers* du champ genevois développent des pratiques divergentes en termes de mesure d'impact de second ordre, nous avons d'abord remarqué que la majorité d'entre eux font appel à une stratégie similaire : l'utilisation et la mise en valeur de mesures quantitatives brutes censées qualifier et objectiver ces impacts. Ces dernières s'appuient principalement sur des données dites d'*outreach*. L'*outreach* est un terme indigène renvoyant à l'étendue des personnes, organisations, ou autres entités « atteintes » par un investissement. Il s'agit de données relativement aisées à mesurer, et généralement collectables directement auprès des *investees*. Il peut s'agir par exemple du nombre de femmes employées par les entreprises *investees*, du nombre de personnes auxquelles ces *investees* ont accordé des prêts, etc. Ces mesures sont souvent complétées avec des données d'*output*. Ce terme, toujours issu du vocabulaire indigène, renvoie au produit direct d'une activité—par exemple, le nombre de systèmes d'énergie renouvelable vendus. Ces mesures, souvent rapportées à l'ensemble du portfolio d'un *asset manager*, sont régulièrement mises en évidence sur les sites *web* de ces derniers, dans leurs rapports d'impacts et de fonds, souvent en police de grande taille, comme dans les exemples présentés en *Fig. 31*, issus des sites *web* de Steelax et Omnis.

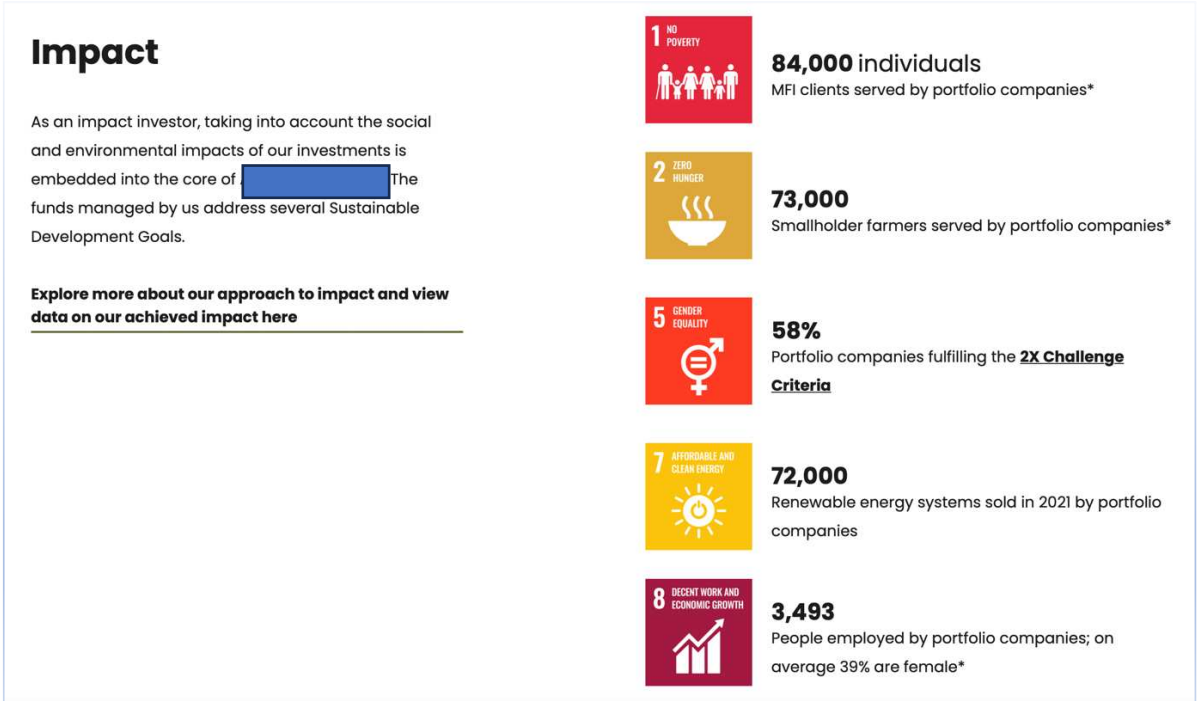
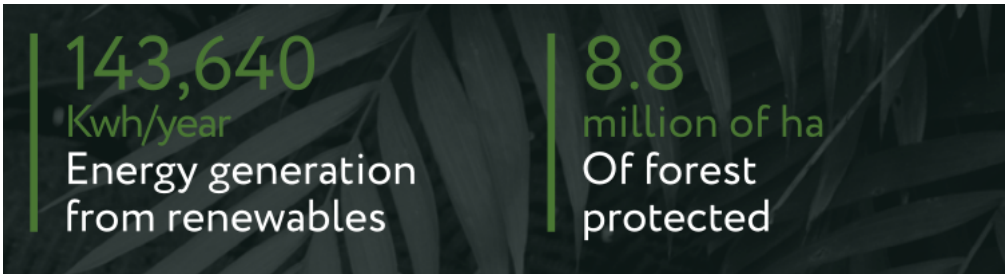




Figure 31 — Exemples de mesures d'outreach/output produites par des asset managers genevois, issues de sites web (en haut, Omnis ; en bas, Steelax)

En plus de l'*outreach* et de l'*output*, ce type de mesures quantitatives globales peut aussi concerner des *outcomes* théoriques. Les *outcomes* renvoient eux aux conséquences des *outputs*[202]. Par exemple, comme observé dans les extraits de rapports d'impacts en *Fig. 32*, il peut s'agir de tonnes de CO_2 évitées, inférées de la quantité de systèmes d'énergies solaires déployés, d'une quantité d'énergie renouvelable générée, ou encore d'une surface forestière protégée.



	At time of investment	As of June 2020	Evolution during holding period
Number of solar electricity systems sold	14,880	90,029	Over 75,000 additional solar electricity systems sold
Number of solar water heating systems sold	19,619	78,158	Over 58,000 additional solar water heating systems sold
Number of households served	34,499	155,469	Over 120,900 additional households served
Number of commercial clients served	/	4,565	4,565 businesses served
Number of people served	165,595	746,251	Over 580,000 people served
Installed energy capacity	0.857 MW	23.79 MW	Multiplied by 27 times
Installed water heating capacity	4.5 million L of hot water/day	2.1 million L of hot water/day	Reduction by half (repositioning on solar electricity)
CO2 emissions saved since inception	106,550 metric tons of CO2eq	342,550 metric tons of CO2eq	236,000 tons of CO2 emissions avoided
Number of employees	360	261	Reduction by 27%

Figure 32 — Exemples de mesure d'outcomes théoriques, issus de rapports d'impacts/de rapports de mesure d'impacts (en haut, Transform ; en bas, Lime).

Notons sur l'image du bas la ligne « CO_2 emissions saved *».*

[202] Nous reviendrons dans la fin de cette sous-section sur l'enjeu de la différence entre *outreach*, *output*, *outcomes*.

L'utilisation de ces données brutes constitue ainsi ce qu'il y a de commun entre les différents acteurs du champ. Elles ne forment cependant pas le cœur de ces mesures, et nous allons à présent voir que ces acteurs déploient d'autres approches souvent divergentes, difficilement commensurables, appuyées sur des mises en calcul différentiées de l'impact.

Des mesures d'impact idiosyncrasiques, calquées sur les modèles de pratiques variés du champ

Comme précisé plus haut, la mesure et le *reporting* d'impact donnent à voir une diversité d'approches. Au-delà du constat de cette diversité, nous allons voir que celle-ci se structure là-encore autour des pôles de pratiques que nous avons identifiés. Comme l'indique Claire Delastre, d'Omnis, la mesure d'impact est un domaine aujourd'hui très peu harmonisé, permettant à *« chacun de reporter à sa façon »* :

> « C'est vrai que c'est très compliqué de mesurer l'impact. Alors moi, un peu candidement—ça fait voilà, 9 mois que je suis à Omnis—je suis hyper surprise de voir que finalement dans cette industrie, tout le monde essaye de faire un peu au mieux, quoi. Et c'est un peu choquant […]. Oui clairement moi je pense que d'avoir des standards ça serait très bien, parce que voilà quand on lit un bilan d'une société, on a des *accounting standards*, on comprend très bien, si on avait la même chose pour l'impact, je pense que ça faciliterait vraiment la vie à tout le monde. Là, chacun peut reporter à sa façon. […] Parce que chacun peut utiliser un peu ce qu'il veut. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

Cette approche où chacun fait *« un peu ce qu'il veut »* se traduit en pratique dans une diversité de mesures de second ordre correspondant à des objectifs d'investissement dont nous avons déjà mis en évidence la grande variabilité. Autrement dit, une entreprise proche du pôle « microfinance » choisira des indicateurs métriques pratiques à utiliser pour reporter sur ce type spécifique d'investissement, et une entreprise plus proche du pôle environnemental en utilisera d'autres. La raison à cela réside dans le fait que les données de premier ordre récoltées constituent le produit brut utilisé pour la production de mesures de second ordre. Par exemple, un *asset manager* en microfinance relève essentiellement des données sur des enjeux sociaux (premier ordre) et les transforme en score d'impact social (second ordre). Ainsi, il y a une grande symétrie entre la diversité de l'espace général des pratiques (les différents pôles), et les diverses mesures d'impact de second ordre. Cela se concrétise principalement par l'identification, chez la plupart des *asset managers*, de thèmes d'impacts, de « stratégies » d'impact, ou d'indicateurs de performances d'impact très spécifiques à leurs investissements, et sur la base desquels l'impact sera objectivé.

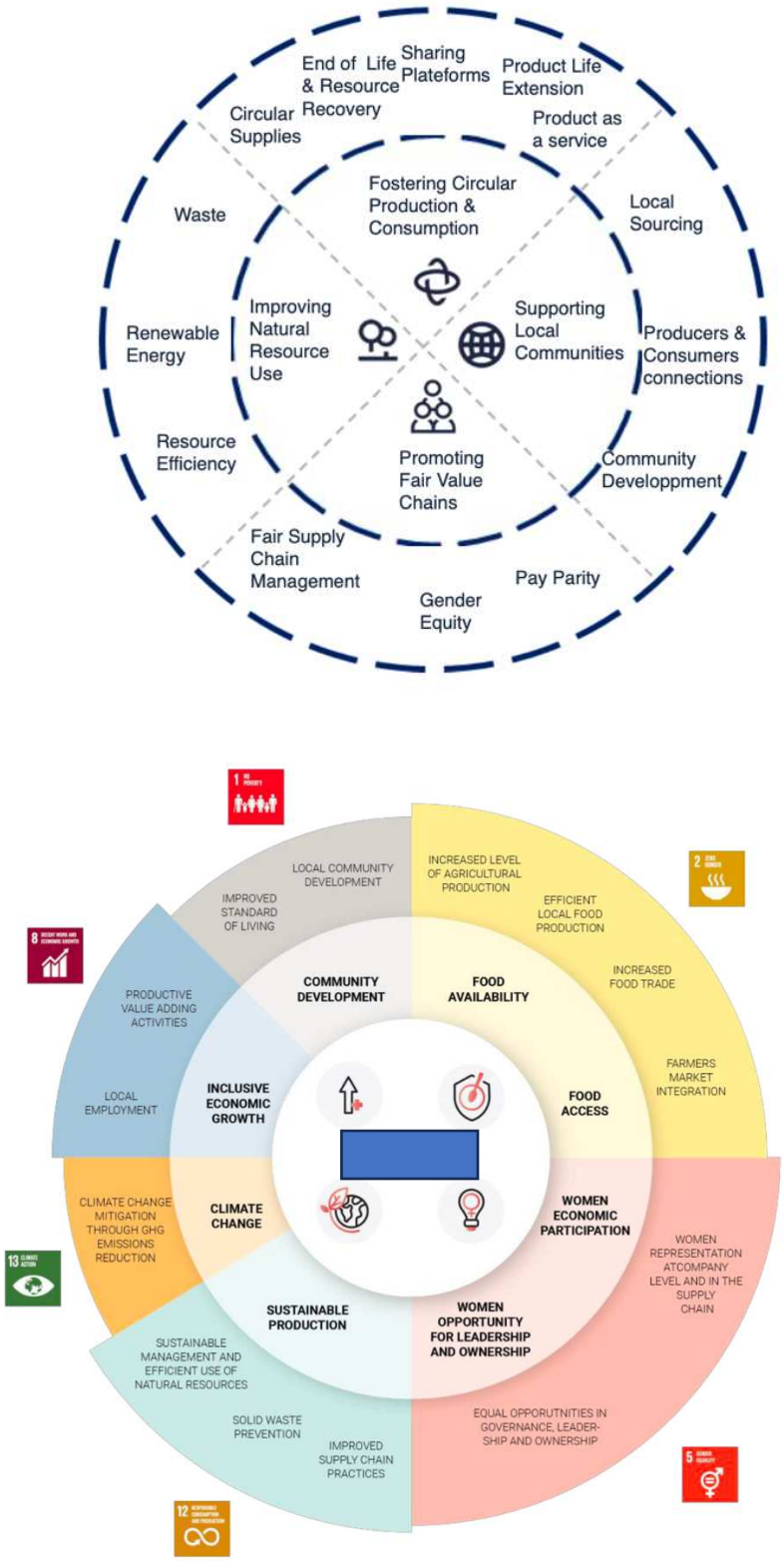


Figure 33 — En haut : objectifs d'impact (au centre) et KPIs (vers l'extérieur) de Regenae, issu d'un rapport d'impact, 2020. En bas : thèmes d'impact (au centre) et sous-catégories (vers l'extérieur) de Steelax, issu d'un document sur l'impact framework, 2022

En *Fig. 33*, cette spécificité des thèmes d'impacts et indicateurs de performance selon les *asset managers* est très visible (Regenae en haut, Steelax en bas). Ainsi, Regenae, que nous avons classé

dans le pôle environnemental, détermine quatre grands objectifs d'impact (au centre du cercle), desquels sont dérivés des indicateurs de performance d'impact (KPIs, à l'extérieur du cercle) permettant de suivre les progrès de ses *investees* et d'objectiver l'impact à travers des scores de progression concernant ces KPIs. Par exemple, ci-dessous (*Fig. 34*) est présenté le *scoring* et le suivi des impacts d'un *investee* de Regenae, réalisant des remises à neuf de matériel informatique, en particulier de téléphones. L'« impact » est ici construit par l'attribution de scores calculés pour différents KPIs définis à l'avance, regroupés au sein de cinq « objectifs » spécifiques à la théorie du changement de Regenae (que nous avons mentionnée plus haut), et évoluant selon les pratiques de l'entreprise. Ces objectifs sont représentés par des pictogrammes sur l'axe des abscisses, et dont nous voyons des exemples sur la droite du graphique.

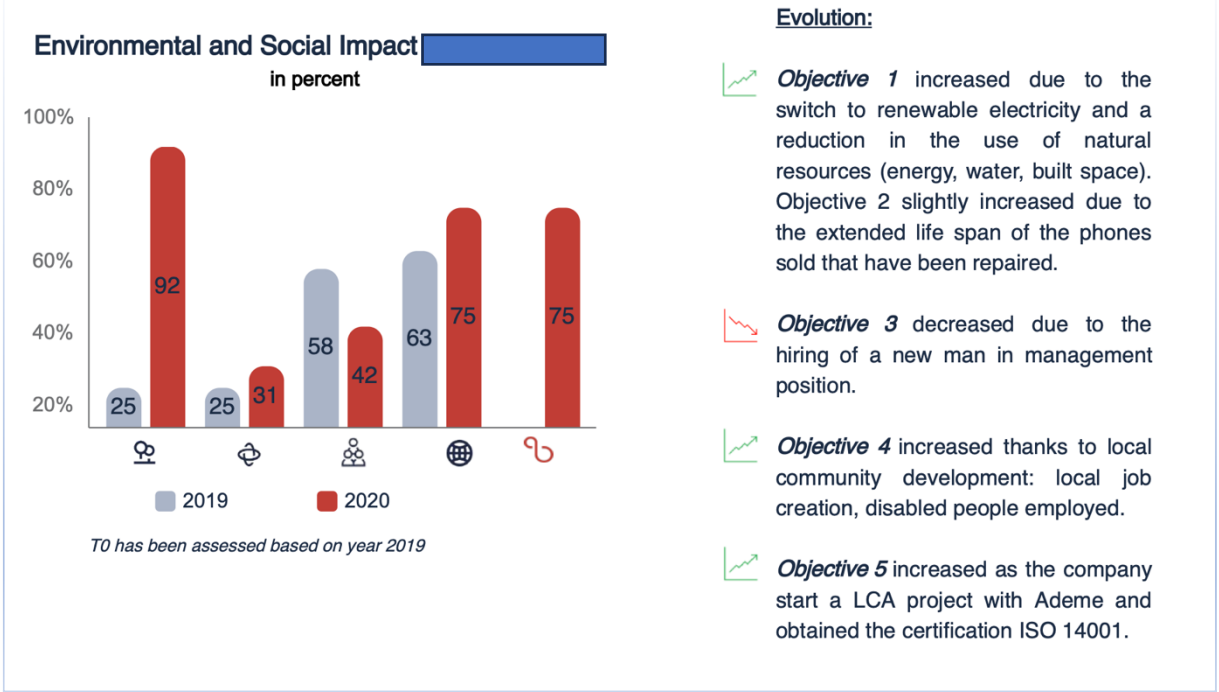


Figure 34 — Exemple d'un scoring d'impact d'un investee de Regenae, issu d'un rapport d'impact, 2020

Cependant, dans la mesure où chaque *asset manager* d'impact investing choisit ses propres stratégies, mais aussi la répartition des KPIs au sein de ces « stratégies », les mesures d'impact de second ordre sur la base desquelles l'impact est objectivé sont extrêmement variables. Ainsi, les catégories évaluées par Regenae ne sont bornées par aucun socle commun aux autres *asset managers*, et d'autres acteurs du champ en choisissent des différents.

What is the intended impact?						Who experiences the intended impact	How significant is the intended impact?					
Impact Theme	Impact theme dimensions	Strategic Goals	Outcome	Investee obj (YES/NO)	Source of impact	Stakeholder	Outcome indicator	Indicator reference	Indicator source	Related SDGs	Measure unit	Baseline (ex-ante impact)
POVERTY REDUCTION	INCLUSIVE ECONOMIC GROWTH	SG1 Fostering local employment	Support of local jobs	Yes	Activities	Employees	**Total employees**			8.5 / 1.2	#	2 325
							Permanent employees: Total			8.5 / 1.2	#	675
							Temporary Employees: Total			8.5 / 1.2	#	1 650
							Middle managers			8.5 / 1.2	#	645
							Top managers			8.5 / 1.2	#	825
							Non-management employees & first level managers			8.5 / 1.2	#	855
							Employees & 1st level mgt from Local Communities: Total			8.5 / 1.2	#	40
							Managers (middle and top) from Local Communities: Total			8.5 / 1.2	#	100
			Improved employees' dvpt and work progression	Yes	Practices	Employees	**Employees Trained**			8.5	#	3
		SG2 Improving standard of living and livelihood	Increased wages paid to employees	Yes	Practices Activities	Employees	**Wage Premium**			1.2	Ratio	1.30
							Employees: Above Minimum Wage			1.2	#	250
			Increased income to suppliers	Yes	Practices Activities	Supply chain	**Producer Price Premium**			1.2	Ratio	1.05
							Payments to Supplier Individuals: Smallholder			1.2	USD	USD 150 000.00
			Improved timely payments to suppliers	Yes	Practices	Supply chain	**Average (raw mat) supplier payment period**			1.2	Days	25.00
		SG3 Supporting productive, value-adding and profitable activities	Increased local value addition, business growth and investee profitability		Activities	Investee	**Local value addition**			8.1	Options	Yes
							Revenue growth			8.1 / 8.3	%	10%
							Total Revenue			8.1 / 8.3	USD	USD 10 000 000.00
							Net Income			8.1 / 8.3	USD	USD 200 000.00
	COMMUNITY DEVELOPMENT	SG4 Contributing to local community development	Increased company's engagement / support to local community development	Yes	Practices	Community	**Level of contribution to community development**			1.2	Options	Medium-high contribution

SCOING LEVELS	NO IMPACT	IMPACT POTENTIAL	COMMITMENT	PROGRESS ON POSITIVE IMPACT CONTRIBUTION	ADVANCED PROGRESS	SUCCESS MAXIMAL IMPACT CONTRIBUTION
	0	1	2	3	4	5

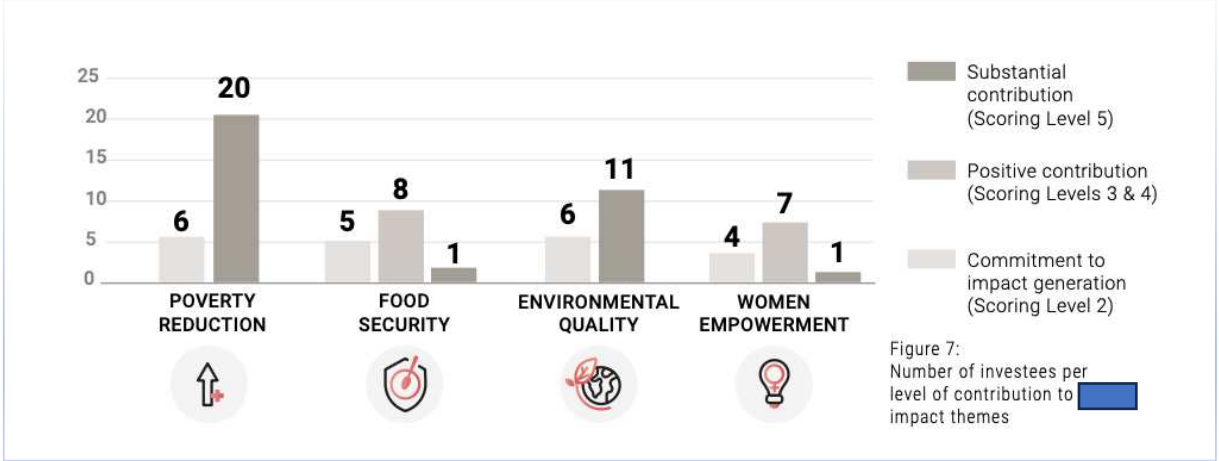


Figure 35 — Figures issues du disclosure statement de Steelax sur sa mesure d'impact et d'un rapport d'impact, 2022

Par exemple, on voit en *Fig. 33* que Steelax utilise des thèmes d'impacts (au centre du cercle) qui se dérivent en des KPIs (à l'extérieur du cercle) délimités différemment de ceux de Regenae. Ainsi, comme on l'observe ensuite en *Fig. 35*, chaque thème d'impact est subdivisé en sous-dimensions et en objectifs stratégiques (dans le tableau), pour ensuite être synthétisés en scores (de 0 à 5), dans les diagrammes en barres, en-dessous. Ces scores sont alors peu comparables d'un *asset manager* à l'autre. Bien sûr, beaucoup de ces KPIs se recoupent en partie, mais la plupart du temps, des KPIs partagés par plusieurs acteurs vont, au sein de leurs modèles respectifs, se reporter à des objectifs généraux/stratégies d'impacts différents et/ou se décomposer de manière différente au sein de celles-ci. Par conséquent, ils vont être comptabilisés dans des sous-scores d'impacts différents, et incomparables entre les divers *asset managers*. Pour prendre un seul exemple, le KPI *« community*

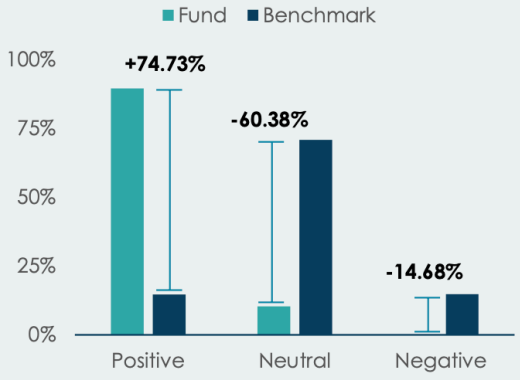
development » chez Regenae appartient à l'objectif *« supporting local communities »*, alors que chez Steelax, il correspond à *« poverty reduction »*. Pourtant, ces deux catégories ne sont pas superposables au regard de leurs indicateurs respectifs. Ce désalignement est encore plus visible si on essaye de le classer au sein des cinq *« substrategies »* de Transform présentées en *Fig. 36* : il pourrait aussi bien appartenir à *« financial inclusion »*, qu'à *« small scale producers »*, et pourrait même être une *substrategy* en tant que telle, plutôt qu'un KPI. Cet exercice est répétable avec la plupart des stratégies, KPIs, ou thèmes d'investissement. Ainsi, attribuer des scores agrégés à des thèmes d'impact (*cf. Fig. 35*, bas), qui, au sein de l'industrie, ne regroupent pas les mêmes KPIs, ne permet pas de comparer ces scores d'impacts entre les différents acteurs.



Figure 36 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019

Enfin, du côté de l'impact investing *mainstream*, l'impact est mesuré selon encore un autre principe : comme ces investissements sont réalisés sur les marchés financiers cotés, leur impact est établi en comparaison avec l'impact supposé des autres entreprises du marché. Ainsi, Hecate établit des scores d'impact de ses fonds en les comparant—là encore selon des thèmes qui lui sont propres, et au nombre de quatre—à un benchmark d'entreprises cotées. La *Fig. 37*, issue d'un rapport d'impact d'Hecate, présente ce principe, en montrant notamment, à partir de plusieurs diagrammes, que son fonds génère plus d'impact positifs que le benchmark, et moins d'impacts négatifs.

3. Nature of companies' activities

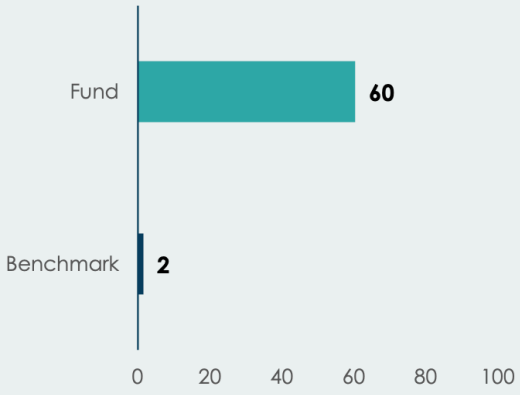


We score the essence of impact according to whether the business activities have a positive, neutral, or negative impact on the themes that arise from our impact targets.

About 90% of our current investments are made in companies with products and services that have a positive impact (the remaining 10% involving companies with neutral impact activities).

This ratio is almost completely opposite to the index, which, unlike the Fund, is also exposed to activities that contribute negatively.

4. Fund's Impact Score



Our proprietary impact scoring method is based on a systematic approach that combines top-down and bottom-up analyses.

The score ranges from 0 to 100 and is structured as follows:

1) 80% of the score comes from relative (%) top line exposure of companies to positive impact activities, and

2) 20% comes from total absolute (revenue) top line exposure of companies to positive impact activities.

Figure 37 — Figure issue d'un rapport d'impact d'un fonds d'Hecate, 2021

Il est d'ailleurs utile de noter le lien entre la manière dont ces différents *asset managers* exercent l'action à distance dans le cadre de la collecte des données et les formes de mesures de second ordre qu'ils mettent en forme à partir de celles-ci. En effet, on remarque que le pôle *mainstream*, représenté par Hecate, fournit des mesures d'impact moins spécifiques à des objectifs qui seraient définis en amont selon sa propre stratégie, et plus dépendantes de leur comparaison avec des acteurs standards du marché (le benchmark), très probablement en raison de l'imprécision des données collectées initialement. À l'inverse, les autres acteurs attribuent des scores spécifiquement sur les indicateurs sur lesquels ils ont des données qu'ils ont pu réclamer et obtenir auprès de leurs *investees*.

En somme, retenons de ces exemples que si chaque *asset manager* développe des mesures de second ordre généralement standardisées au sein de l'entreprise et appuyées sur des critères prédéfinis

cadrant leur construction, ces mesures demeurent majoritairement incomparables et incommensurables entre les différents *asset managers* du champ. Elles font alors émerger des catégories diverses d'approche pratique de l'impact, qui lient pratiques générales, moralités, et dispositifs de mesure.

Les standards, existants mais peu opérants

Il serait cependant inexact d'affirmer que tous les acteurs du champ refusent en bloc l'idée d'une standardisation qui permettrait d'aplanir cette variété comptable. Certes, certains défendent cette ligne, en affirmant, selon une logique déjà mise en évidence, que le marché est *in fine* capable de se réguler sans que des standards ne lui soient imposés, en brandissant parfois le danger d'une standardisation à outrance limitant l'efficacité de la mesure d'impact. C'est le discours notamment tenu par Jules Baum, *managing partner* de Regenae :

> **Enquêteur : « Quel regard vous portez sur cet effort mis en œuvre pour trouver un ou des standards ? Est-ce que vous avez un regard, une vision critique sur cet effort-là ? Comment vous voyez ça ? »**
>
> Jules Baum (Regenae) : « On l'observe. Je pense pas que c'est fondamental. Je pense à ce qui s'est passé avec l'ISR et le principe d'investissement responsable, qui était certainement très bien intentionné au départ mais qui, à force d'être quantifié, massifié, uniformisé, maintenant on a juste des personnes derrière des modèles qui mettent des croix, sans vraiment aller sur le terrain et peut-être prendre de la hauteur et réfléchir à ce qu'il faut faire. Je pense qu'au contraire, que tout le monde reste avec sa particularité, avec ses choix, avec ses intentions et tout peut avoir de l'impact. »

Mais parallèlement à cette position, la plupart des acteurs soulignent l'importance qu'il y a à trouver des standards méthodologiques, des catégories standardisées, et des *frameworks* communs :

> « Moi je pense que le manque de standards fait du tort à l'industrie. Parce que chacun peut utiliser un peu ce qu'il veut. Après nous, enfin je sais qu'à Omnis on a vraiment un impact, [mais] ça pourrait être mieux reporté, ça pourrait être plus… je pense que le manque de standards est vraiment en défaveur de l'industrie. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

Ainsi, différents standards existent, et nous allons examiner leur rôle, en montrant principalement, que, comme le résume Gérard Boyer, ils restent pour le moment peu opérants en termes d'alignement effectif des pratiques :

> « On n'a pas suffisamment… il y a des enjeux de manque de standardisation […]. Donc il y a beaucoup de problèmes encore à résoudre mais ça a pas mal progressé et je dirais qu'il y a au moins des méthodologies qui émergent, notamment le cadre IMP, Impact Management Project, le cadre IRIS, IRIS+, voilà. Donc il y a un certain nombre d'outils et de méthodologies qui émergent. Ça reste compliqué. Ça reste assez peu… la comparabilité de ces méthodologies reste encore très limitée, ce qui est un gros problème pour un investisseur qui veut investir dans plusieurs secteurs notamment. » (Gérard Boyer, une startup d'évaluation d'impacts)

En effet, les différents cadres existants ne permettent pas réellement l'alignement des mesures d'impact, comme le montre notamment Guter-Sandu (2022), en insistant sur le fait que ces standards sont en réalité utilisés différemment par les acteurs. Par exemple, plusieurs de nos enquêtés affirment utiliser l'outil IRIS+, une banque d'indicateurs d'impacts développée à l'échelle mondiale par le GIIN, pour déterminer leurs catégories de *reporting*. Mais il ne s'agit que d'une sélection d'indicateurs au sein de cette banque, avec, souvent, la nécessité pour les *asset managers*, de compléter avec leurs propres indicateurs[203] :

> « Nous, ce qu'on utilise c'est la base IRIS+. Voilà. C'est une base de *metrics*, d'impact. En revanche, en général, c'est pas assez spécifique à chaque secteur donc on est toujours obligé d'aller compléter avec d'autres indicateurs. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

Ce problème de commensurabilité se retrouve d'ailleurs directement dans la diversité et le désalignement des KPIs d'impacts examinés plus haut. Au-delà des seuls indicateurs, des méthodologies communes existent aussi. Par exemple, IMP (Impact Management Project) est un *framework* (cadre) méthodologique résultant de la collaboration d'acteurs globaux (notamment GIIN, Banque mondiale, Nations unies) définissant des principes-clés de la mesure d'impact. Si plusieurs des acteurs du champ genevois indiquent que leurs mesures s'appuient sur ce *framework*, les références à ce dernier dans le *reporting* d'impact sont très inégales. Certains *asset managers*, comme Transform, utilisent ces catégories comme structure de leur *reporting* d'impact. Ainsi, on observe en *Fig. 38* que les cinq catégories du IMP (What, Who, How much, Contribution, Risk) forment le cadre de ce *reporting*. D'autres, comme Green Lotus, affirment élaborer des scores d'impact selon les catégories du IMP, sans donner plus de détails sur leur utilisation (alors que Transform n'utilise pas IMP pour attribuer des scores) :

> « The impact assessment performed at investment level measures the impact potential and performance leveraging the five dimensions of impact as defined by the Impact Management Project. The 139 bonds in the portfolio demonstrate an average score of 61 out of 100 which translates in a high impact portfolio. » (Extrait d'un rapport d'impact d'un fonds de Green Lotus, 2022)

[203] D'autres banques d'indicateurs existent. Il existe aussi des « principes », comme les PRI (Principles for Responsible Investments)—dont la plupart des acteurs du champ sont signataires—qui fournissent des exemples de KPIs utilisables pour chaque enjeu d'impact.

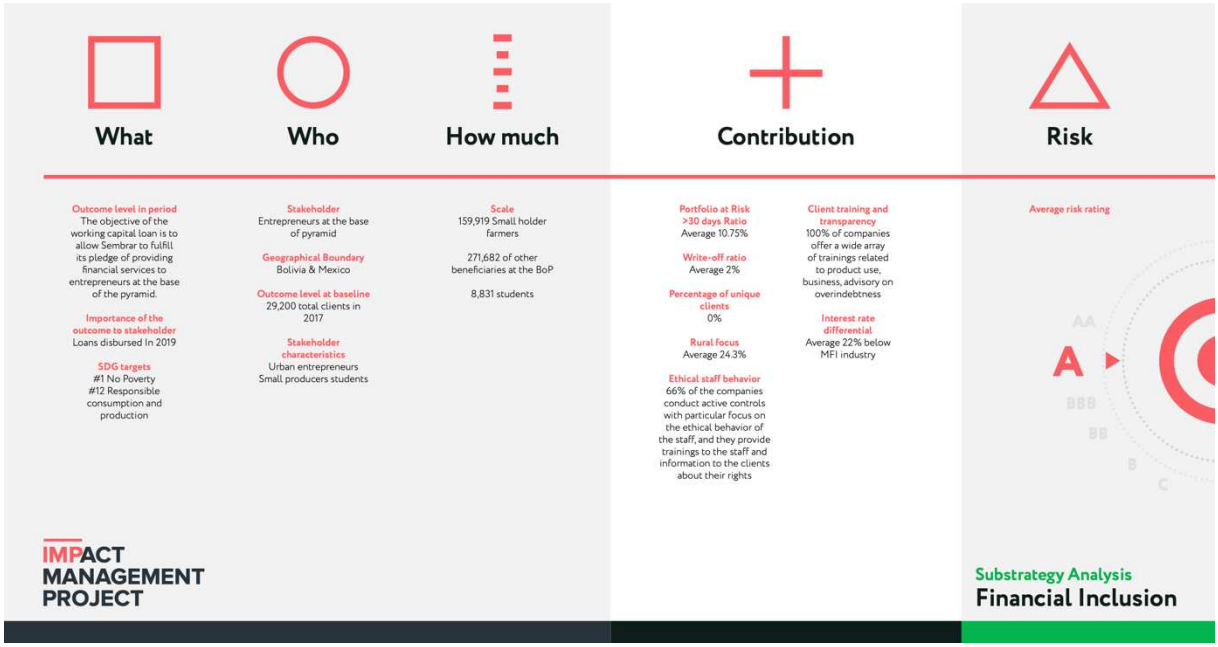


Figure 38 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019

Il existe néanmoins une catégorie utilisée par l'ensemble des organisations de notre champ : les SDGs (*Sustainable Development Goals*). Les SDGs (ou ODD) sont des « objectifs de développement durable » définis par les Nations unies en 2015, pour répondre à des grands enjeux sociaux et environnementaux de notre époque (*cf. Fig. 39*), d'ici à 2030, en concertation avec des États, académiques, ONG, mais aussi entreprises, y compris dans le secteur de la finance, ce qui en fait des catégories largement reprises par le secteur privé.



Figure 39 — Les 17 SDGs

Ces catégories sont donc en particulier réutilisées par l'industrie de la finance durable, et notamment par les acteurs de l'impact investing à Genève, qui cherchent à associer leurs KPIs à ceux-ci. Comme on a pu l'observer sur plusieurs des visuels présentés dans cette section, ces SDGs sont très régulièrement mobilisés pour justifier le bien-fondé d'une approche ou d'une autre. Il est même fréquent que les *asset managers* « dérivent » leurs thèmes d'impacts de ces SDGs :

> "[…] We need to define what is the impact that we are looking for, what SDGs that the fund and Transform are going to measure in their work and according to these SDGs, and […] we started to build some indicators, according to five sub-strategies that we have worked in our portfolio." (Paula Bàrcenas, Impact Analyst, Transform)

L'utilisation de ces SDGs permettrait ainsi de simplifier la communication sur les impacts, notamment pour les clients (les investisseurs), et d'améliorer la commensurabilité et la comparabilité, comme l'indique Raphaël Brunner, de Transform :

> « Et puis on s'est rendu compte que nos clients, surtout les institutionnels […], les Lacour-Deschamps et compagnie, ils avaient de la peine à comprendre [notre mesure interne] et à le comparer à d'autres fonds qui eux avaient leur propre système aussi. C'est là qu'on s'est dit, voilà, il faut qu'on soit plus standardisé et puis on a décidé de rapporter sur les SDGs. » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

Cependant, cette comparabilité a deux principales limites. Premièrement, les SDGs fournissent des thèmes généraux, mais en aucun cas des méthodologies de mesure, ni même des KPIs pour le *reporting*. Ainsi, des organisations aussi différentes que Transform et Hecate font référence aux mêmes SDGs, mais, comme nous l'avons vu, produisent des mesures de second ordre basées sur leurs propres catégories ; et c'est la seconde limite de ces SDGs : ils sont souvent utilisés en parallèle des mesures de second ordre, comme à Transform, qui a *« décidé de garder les deux »* (Raphaël Brunner) pour rester fidèle à ses *« substrategies »*. En somme, les différences d'approches des organisations du champ favorisent le primat des mesures idiosyncrasiques de l'impact, même quand des standards communs existent—et aussi car ces standards se caractérisent par une certaine imprécision, comme c'est le cas des SDGs. Une officielle du PNUD (Programme des Nations unies pour le Développement) revient d'ailleurs en entretien sur le statut de ces SDGs, lorsque nous l'interrogeons sur leur malléabilité. Selon elle, leur importante amplitude serait à la fois un atout (puisqu'ils sont facilement mobilisables) et un inconvénient (car ils peuvent mener à ce qu'elle appelle du *« SDG washing »*, c'est-à-dire une utilisation abusive et imprécise) :

> "I think that the fact that the SDGs are broad is both a strength and a weakness, you know. The strength is that, in this way, they are really... you see that everywhere. If the SDGs were a very specific, targeted theme, there would have never been [so widely used]. Of course, we're not [unaware of] SDG washing, but I will say

> that it is still good that the banks are ready to pick these up, and are talking about it, you know. […] Of course, the fact that they are so broad can be problematic, because then […] it comes to SDG washing and everything." (Claudia Ricci, UNDP)

Enfin, le dernier type de dispositif de standardisation que nous allons aborder est celui des « principes » d'impact. Bien que les lois européennes ne définissent aucunement l'impact investing (comme nous l'avons vu plus haut dans le chapitre), des principes ont été mis en place par différentes organisations supranationales pour cadrer ce qu'implique l'investissement à impact, et, ce, notamment en termes de mesure d'impact. Nous prendrons ici l'exemple des principes de l'IFC (International finance corporation, de la Banque mondiale), établis en 2019. Ces principes (les OPIM) ont été déterminés, en concertation avec les acteurs financiers (*asset managers*) pour tenter d'aligner les stratégies de gestion des impacts dans l'industrie de l'impact investing :

> "The Impact Principles were developed by IFC drawing on its own impact management practices, and consulting with a range of asset owners, asset managers, wealth managers, multilateral development banks (MDBs), and development finance institutions (DFIs). The Impact Principles draw on emerging best practices across a range of public and private institutions that are investing for impact. These include MDBs and DFIs that have both financial and development impact objectives, and decades of experience investing for impact in emerging markets. The Impact Principles also draw on the more recent experience of specialist impact funds, asset managers and asset owners that have developed robust impact management systems. In addition, they build on industry-wide initiatives around impact management, including the Impact Management Project (IMP)." (Guide pour les OPIM, rédigé avant leur lancement, 2018[204])

La quasi-totalité des *asset managers* du champ de l'impact investing genevois en sont signataires[205] et communiquent sur leur conformité aux neuf principes[206], résumés ci-dessous, en *Fig. 40*. Les OPIM fonctionnent ainsi comme un principe de légitimation, en offrant un socle supposément commun :

> « Omnis était l'un des premiers signataires des Principes d'Impact lancés par l'IFC en 2019 (IFC's Operating Principles for Impact Management). Ces principes fournissent une base de méthodologie transparente et de définitions qui est utilisée par tous les signataires afin de permettre de mesurer concrètement la performance des fonds et de les comparer équitablement. » (Halder Pandey, CEO, Omnis, par email)

[204] Consultable : https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2021-06/The%20Impact%20Principles%20-%20Revised%20Guide.pdf (dernière consultation le 17.06.2024)

[205] À l'exception de Regenae et Hecate, au moment de l'enquête.

[206] Comme l'indique le principe 9, cette conformité est vérifiée par des organismes externes, fonctionnant comme des « auditeurs d'impact ». Leur rôle est de s'assurer de la conformité de la stratégie d'impact avec les déclarations effectuées par l'*asset manager* au regard des OPIM. Ainsi, ils peuvent formuler des recommandations d'amélioration, mais celles-ci n'invalident pas la déclaration OPIM. Par exemple, BlueMark, l'un de ces auditeurs, suggère à Green Lotus des pistes d'amélioration pour *« further align »* vis-à-vis des principes OPIM, mais sans que cela n'invalide la déclaration.

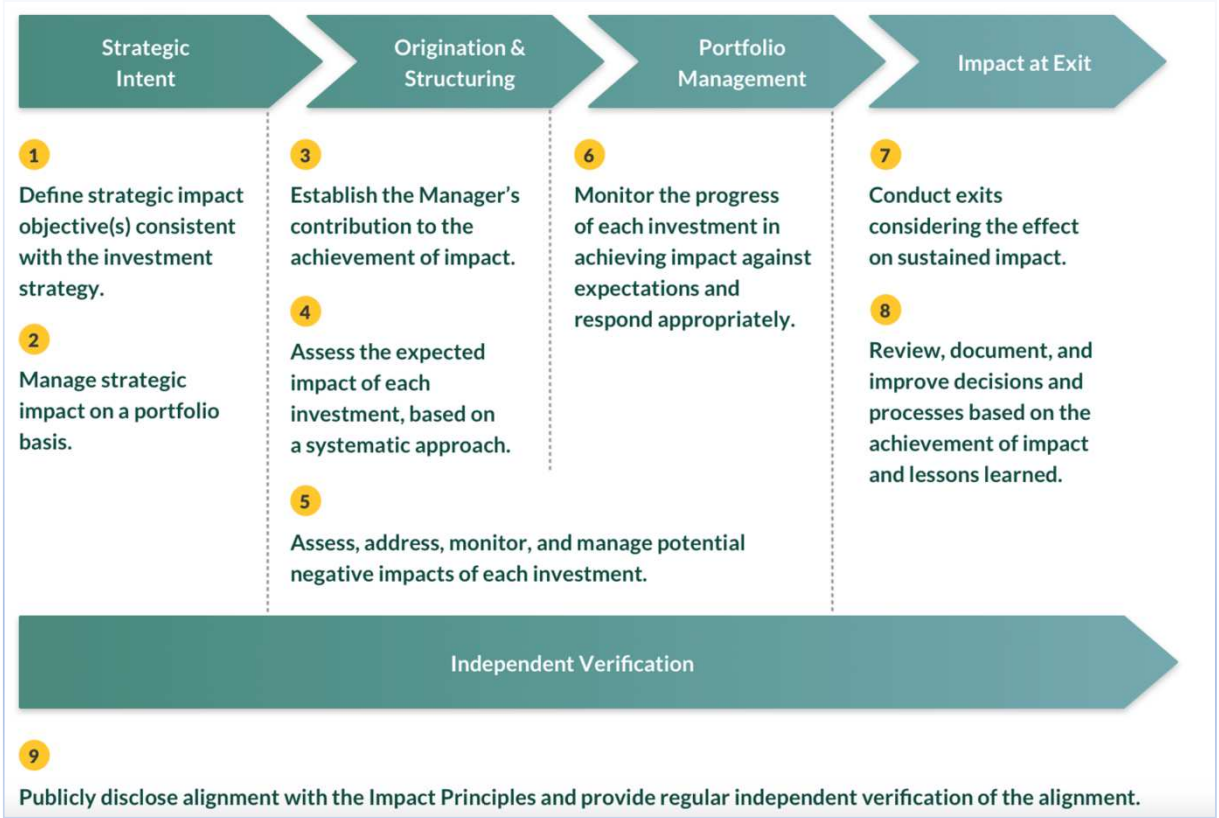


Figure 40 — Principes de l'IFC (Operating principles for impact management—OPIM)

Mais si ces principes définissent des grands enjeux de la gestion et de la mesure des impacts, leur formulation reste suffisamment vague pour que les différents *asset managers* se les approprient selon leur propre conception. Par exemple, le principe n°6, central en ce qui concerne la question de la mesure d'impact, est mis en œuvre de manière variée par les différents acteurs du champ genevois. Ainsi, tous mettent en avant le suivi des impacts selon des indicateurs définis, mais ces indicateurs sont en fait toujours spécifiques au fonds et à l'*asset manager*. En effet, dans la section n°6 dans son document sur les OPIM, Lime indique que *"for each investment, specific impact metrics are defined in close collaboration with the investee company in alignment with the fund's impact framework"*, et de même, Transform précise que le *"monitoring of the achievement of positive impact is based on a set of indicators specific to each sub-strategy"*. Les OPIM définissent des conformités à des procédures, mais sans formuler de contraintes fortes sur la manière de les suivre. En somme, si ces principes cadrent les enjeux et les objectifs de la gestion des impacts, ils ne sont pas contraignants pour ce qui concerne la production de mesures de second ordre, et ainsi, n'entravent pas la mise en calcul permissive de l'objet « impact ».

Ainsi, cette sous-section nous a permis de saisir l'ampleur de la diversité des mesures de second ordre de l'impact, la faible délimitation de l'objet qu'elles impliquent, et la manière dont elles renforcent alors les variabilités pratiques identifiées entre les différents pôles. Malgré de nombreuses tentatives de création de standards communs revêtant souvent une fonction

légitimatrice—puisque les signataires des OPIM communiquent ouvertement sur leur conformité—l'idiosyncrasie et la singularité des pratiques de mesure reste affirmée, au sein de traditions pratiques qui composent la diversité du champ.

Le concept d'impact : un désalignement entre promesses et mises en œuvre ?

La mise en calcul permissive de l'objet « impact » est également le résultat d'écarts importants entre les conceptions idéales de cet objet véhiculées par les discours officiels des acteurs, et leurs mises en œuvre dans l'élaboration des mesures de second ordre. Comme nous l'avons vu à de nombreuses reprises, les acteurs affirmant pratiquer l'impact investing insistent sur le fait qu'une de ses caractéristiques distinctives par rapport aux autres formes de finance durable (notamment la finance ESG) réside dans sa supposée capacité à mesurer les impacts, c'est-à-dire les *effets* des investissements, comme le revendique par exemple Halder Pandey, PDG d'Omnis : *« La finance d'impact, contrairement à la finance durable offre des mesures réelles et concrètes de l'impact social et environnemental généré. »* (Halder Pandey, par email). Dans cette sous-section, nous allons voir qu'il existe un écart conséquent entre les promesses et objectifs officiels concernant la mesure d'impact et les mesures de second ordre mises au point par les praticiens pour les atteindre. Plus haut, nous citions Claire Delastre, d'Omnis, qui indiquait que dans l'industrie, *« tout le monde fait au mieux »*, malgré les difficultés à mesurer concrètement de tels impacts. En effet, diverses recherches (voir Tsotsotso, 2021) et rapports indépendants[207] insistent sur cet écart entre les enjeux théoriques de la mesure d'impact et la pratique à la mettre en œuvre, notamment due à la complexité de tels impacts sociaux et environnementaux. Nous montrerons que ces écarts contribuent à rendre aisément manipulable et interprétable la notion d'impact, en examinant successivement quatre promesses portées par les *asset managers* d'impact investing. Dans un premier temps, nous questionnerons les différences entre mesures d'*outreach*, *output*, *outcome* et impact, quatre termes employés par les praticiens du champ pour parler des conséquences des investissements. Ensuite, nous examinerons les mesures des risques associés aux impacts, ainsi que la mesure de l'additionnalité, c'est-à-dire l'attribution d'un impact à un investissement donné.

[207] Par exemple, voir le rapport BlueMark de 2022 : *Raising the Bar. Aligning on the Key Elements of Impact Performance Reporting.*

De l'output à l'impact, un chemin complexe et incertain

Dans le champ de l'impact investing genevois—mais cela vaut aussi au-delà de cette zone géographique—l'objet « impact » est conceptualisé comme le stade ultime de la mesure des effets d'un investissement. Pour le définir, il est ainsi comparé à deux autres concepts qui le précèdent dans le processus de mesure : l'*input*, l'*output* (qui peut inclure l'*outreach*)[208] et *l'outcome*. Ces termes appartiennent au vocabulaire du monde du développement, et plus particulièrement du *logical framework*, un système d'évaluation des impacts des ONG, développé en 1969 pour l'USAID (l'Agence américaine pour le développement international). Ce *framework* a ensuite peu à peu été imposé aux ONG : pour obtenir des financements d'ONG internationales et d'organisations multilatérales comme des organes de l'ONU, ces dernières doivent communiquer les objectifs et résultats de leur actions, selon le *logical framework* (Martinez et Cooper, 2019). Ce cadre les contraint ainsi généralement à utiliser les catégories *input*, *output*, *outcome*, et parfois *impact* (e.g., Carman, 2010 ; Ebrahim et Rangan, 2014 ; Grieco, Michelini et Iasevoli, 2015). Ces concepts ont ainsi été importés—comme la microfinance dans un premier temps—depuis le monde du développement international.

Lors de notre première observation à l'événement Building Bridges en 2019, nous avons pu assister à un webinaire organisé par Gérard Boyer, qui est à la tête d'une startup travaillant sur la mesure d'impact, où celui-ci présentait les différences entre ces concepts (*cf. Fig. 41*) :

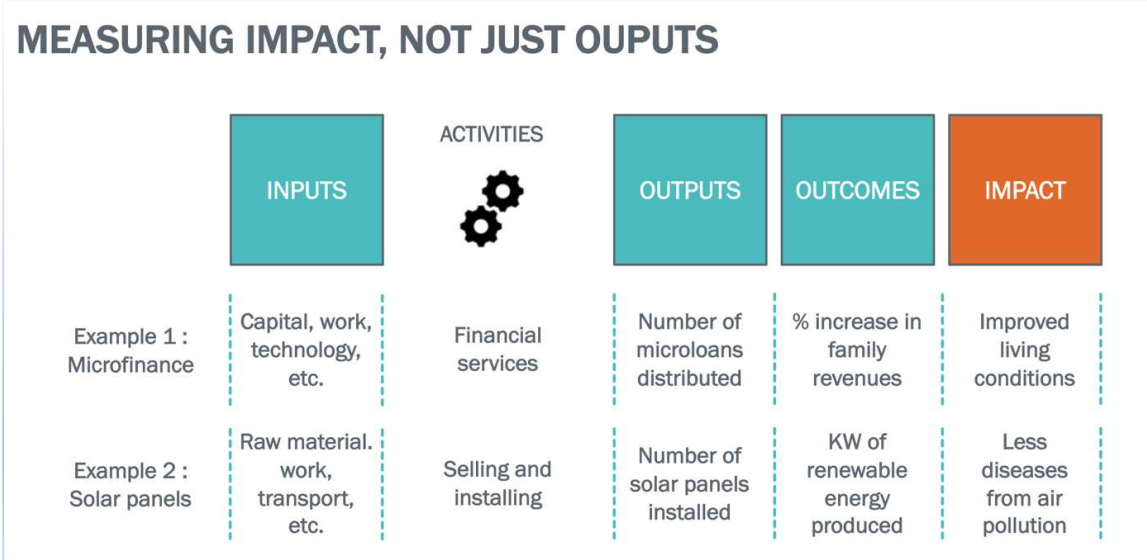


Figure 41 — Différences entre input, output, outcome et impact, issu de slides fournies par Gérard Boyer

[208] L'*output* peut aussi inclure l'*outreach*, c'est-à-dire les personnes, organisations, entités « atteintes » (*cf. supra*).

Ces définitions, basées en réalité sur des exemples, sont reprises par l'ensemble de nos enquêtés et permettent donc de se faire une idée de la signification de ces termes indigènes. Dans cette perspective, l'*input* est l'apport de ressources nécessaires au déroulement d'une activité ; l'*output* est ce qui résulte de cette activité, ce qu'on *« peut compter »*, selon les termes de Pierre-Luc d'Autane (Lime) :

> « L'*output* c'est ce que tu peux compter. Si j'investis dans les hôpitaux, il y a combien de lits, combien de clients qui viennent, il y a combien de nuitées, combien d'enfants qui vont dans l'école dans lequel j'ai investi, il y a combien de personnes qui ont été soignées par le poste santé dans lequel j'ai investi ? Ça c'est l'*output*, c'est facile. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

Ensuite, l'*outcome* correspond aux conséquences de l'*output* selon des indicateurs pertinents, par exemple une quantité d'énergie produite, des tonnes de CO_2 évitées, une augmentation des revenus d'un ménage, etc. Enfin, la dernière catégorie, l'impact, représente *« un pas supplémentaire »* (Caroline Dubas, Hecate), pour rendre compte des effets concrets des *outcomes* sur la société ou l'environnement ; par exemple, l'amélioration de la vie des gens, de la qualité de l'air (*cf. Fig. 41*).

Dans l'industrie de l'impact investing à Genève, ces termes font l'objet d'un traitement ambivalent, oscillant entre une forte promesse d'impact se détachant des seuls *outputs* et *outcomes*, et des mises en œuvre n'atteignant pas ces très ambitieuses promesses. En effet, comme nous l'avons vu dans les nombreux visuels présentés dans ce chapitre, le terme « impact » est omniprésent pour qualifier les effets mesurés des investissements, et se substitue largement aux notions techniques d'*output* et d'*outcome*. Par exemple, Green Lotus, dans sa déclaration d'OPIM, indique utiliser une méthodologie permettant d'évaluer les impacts de ses investissements, tout en précisant, dans un visuel très clair, les différences entre ce concept et ceux d'*output*/*outcome* (*cf. Fig. 42*).



Figure 42 — Visuel issu de la déclaration OPIM de Green Lotus, 2021

Mais dans le même temps, nous avons vu que les mesures de second ordre (*cf. supra*) se réfèrent essentiellement à des données d'*output*, au mieux, et souvent plutôt d'*outcome*, si l'on suit cette terminologie (nombre de personnes embauchées, incluses dans le système financier, nombre de panneaux solaires installés, etc.). Concernant les « impacts », nous n'avons pas observé de données rendant compte de *« primary and secondary longer term effects »* des investissements, pour reprendre l'expression du visuel de Green Lotus (*cf. Fig. 42*). Ce difficile passage de la théorie de l'impact à l'objet « impact » construit dans des mesures comptables de second ordre n'est pas souvent abordé dans les documents officiels des *asset managers* du champ, à l'exception de certains, comme Harmony, qui reconnaissent que l'*outcome* est déjà un objectif idéal et rarement atteint :

> "Seen by many as the holy grail of social performance management (SPM), outcome measurements for an entity engaged in a socially meaningful activity is of utmost challenge. For an MIV or an MFI, the social outcome of its operations reflects its capacity to maximize its theory of change by positively influencing its end-clients or

> borrowers in increasing their financial security, household consumption, job creation and entrepreneurship." (White paper d'Harmony sur la mesure d'impact, 2017)

En entretien, cette difficulté est plus souvent reconnue, même parmi les acteurs dont les organisations martèlent la promesse de la mesure d'impact dans leurs documents officiels. Par exemple, Pierre-Luc d'Autane indique que la mesure d'*output*, *« c'est facile »*, alors que l'impact ne peut généralement pas être prouvé car il s'appuie sur des inférences complexes :

> « Si j'investis dans une société qui a développé une technologie selon laquelle, avec une goutte de sang, où que tu sois, tu la mets sur une petite plaquette et, en l'espace de 24 heures, tu as ce que normalement un laboratoire entier te produirait en une semaine, ici, à Genève. Donc tu détectes des maladies beaucoup plus rapidement, tu les soignes beaucoup plus rapidement et tu le fais à un coût tout à fait abordable de quelques centimes par test. Et tu amènes cette technologie au fin fond de l'Inde, avec des travailleurs sociaux qui sont formés grâce à des applications sur iPhone à détecter et à engager avec ces patients dont on a détecté quelque chose avec un triage immédiat, qui amène vers les hôpitaux de la région si c'est vraiment nécessaire. *Output* ? Ben, j'ai fait combien de tests ? Il y a combien de gars qui sont venus dans mon poste de santé ? Combien de travailleurs sociaux j'ai engagés ? Voilà. Est-ce que tu crois qu'en faisant ça, j'ai des centaines de milliers de personnes mieux prises en charge, mieux soignées, plus rapidement soignées que si j'avais pas cette technologie et que je ne la mettais pas dans des postes de santé primaire à travers l'Inde rurale ? Moi je pense que j'ai un impact. Est-ce que je peux te prouver que, systémiquement, j'ai changé les soins de santé en Inde ? Ben, peut-être que j'ai apporté une goutte, mais je ne prétendrai jamais avoir eu cet impact parce que je ne peux pas le prouver. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

D'après les praticiens, l'une des raisons de cette difficulté à prouver l'impact est la complexité du processus à mettre en œuvre, ainsi que son coût :

> « Vous avez souvent accès à des données qui sont plutôt des *inputs* et parfois des *outputs*, très rarement des *outcomes* et quasiment jamais des impacts. Donc il faut quasiment reconstruire votre processus de collecte des données, entreprise par entreprise. Ce qui est très, très coûteux. » (Gérard Boyer, une startup d'évaluation d'impacts)

Certains, comme Raphaël Brunner, tournent même en dérision la promesse de l'impact, au regard des processus complexes qu'elle implique :

> « Non mais c'est vrai qu'il faut faire attention avec les termes et c'est vrai qu'il y a des *outputs*, des *outcomes* et des impacts, et c'est prétentieux de vouloir mesurer un impact. Parce que pour vraiment mesurer un impact, il faudrait des années, il faudrait un doctorant pour chaque projet et un *control group*, voilà. Là-dessus, on est un peu... on utilise le terme parce que c'est un terme qui est devenu, on a ressenti que c'était ça la tendance. Paul [Lacour] a créé Transform en 2010. Lui, il venait de la microfinance et puis il a vu venir cet impact investing et donc on a donné ça comme nom à la boîte, Transform et c'est vrai qu'on a longtemps parlé d'*impact monitoring*. Maintenant, on parle plutôt d'*impact reporting* mais c'est que dans l'industrie, vous entendez toujours la 'mesure d'impact, la mesure d'impact' et je trouve ça un peu pfff, ridicule. » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

En somme, les promesses théoriques sur l'impact (issues du *logical framework* et sa distinction des autres concepts) sont largement déconnectées de ses mises en œuvre pratiques dans des mesures de second ordre. La notion d'impact, idéalement présentée comme une mesure des effets de long terme des investissements, ne subit donc pas une mise en calcul comptable qui rend justice à cet objectif. Ainsi, à l'échelle du champ, les frontières entre *output*, *outcome*, et impact sont

particulièrement poreuses, et l'impact reste souvent supposé et inféré à partir de simples données d'*output* :

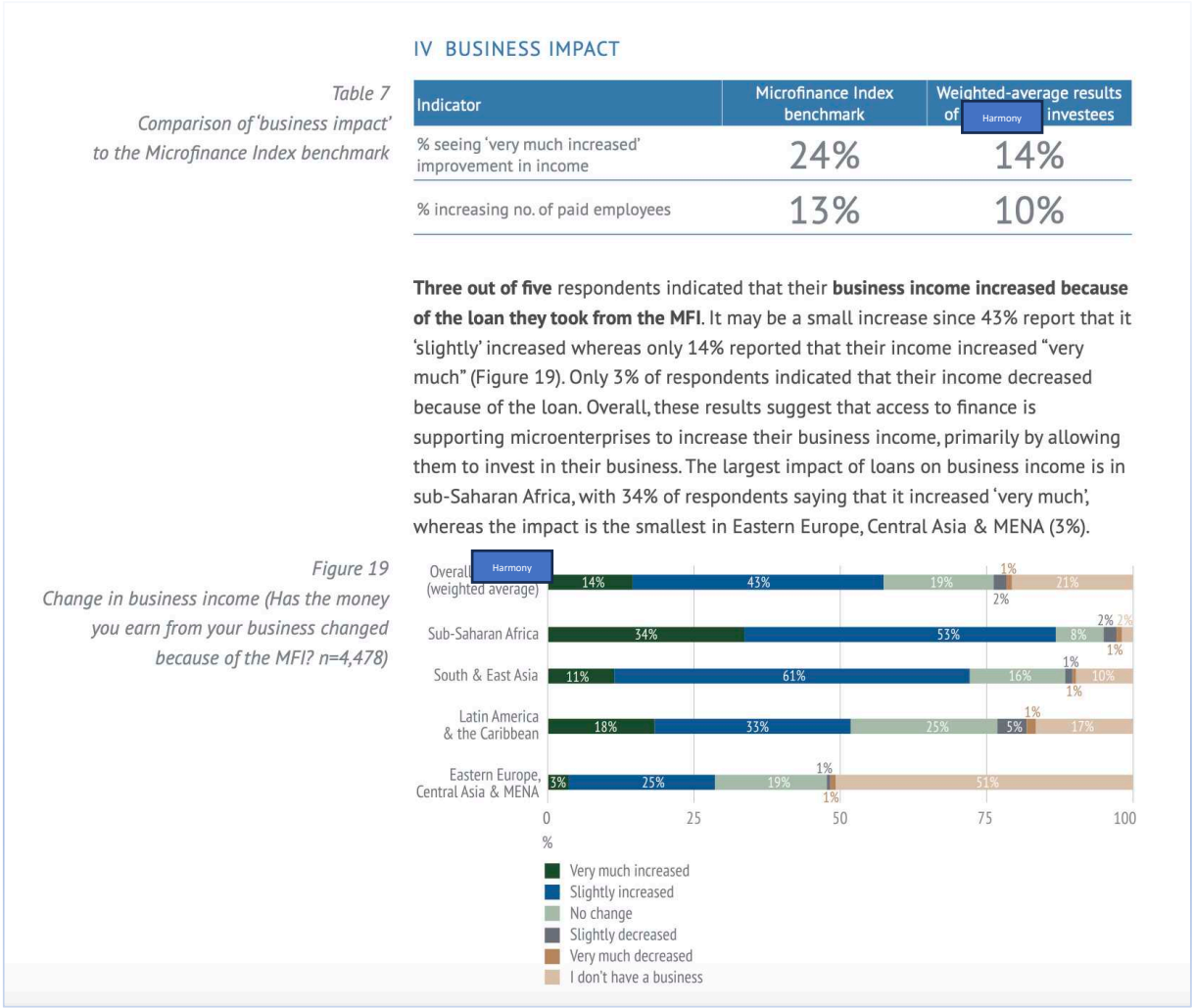
> « Est-ce que je peux te prouver que systémiquement j'ai changé les soins de santé en Inde ? Ben, peut-être que j'ai apporté une goutte, mais je ne prétendrai jamais avoir eu cet impact, parce que je ne peux pas le prouver. Maintenant, est-ce qu'au fond de moi, je suis absolument persuadé d'avoir eu un impact ? Oui. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

De plus, ce phénomène de mise en calcul permissive de l'impact est accentué par la disparité des méthodes d'inférence utilisées pour se rapprocher du graal que serait la mesure de l'impact. En effet, selon les modes de l'action à distance exercée dans la collecte des données par les différents acteurs du champ, l'objectivation des impacts n'est pas réalisée de la même manière. Il existe par exemple un écart méthodologique important entre les entreprises d'*asset management* du pôle *mainstream*, et ceux du pôle « microfinance ». Nous avions vu que les acteurs *mainstream* comme Hecate exercent une action à distance relativement faible sur leurs *investees*, se caractérisant par une collecte de données très générales et souvent publiques. En se basant sur de telles données, Hecate développe donc des mesures d'impact de second ordre impliquant davantage d'inférences théoriques que dans le cas d'une récolte de données plus proche du terrain. Ainsi, pour évaluer les supposés impacts des entreprises de son portefeuille, Hecate utilise des méthodes complexes, systématiques, appuyées sur la concentration d'un grand nombre de données générales, et de modèles sophistiqués. Ces derniers se basent essentiellement sur les activités desquelles un *investee* donné tire ses revenus, et tentent de reconstituer des chaînes de causalité pour agréger les effets possibles de ces activités, et les attribuer à l'*investee* initial. Pour utiliser cette approche, Hecate fait appel à l'expertise de chercheurs de l'EPFL (École polytechnique fédérale de Lausanne), dont Thomas Grandet, que nous avons pu interviewer :

> « […] L'approche choisie ici, [c'est qu']on part effectivement d'un point de vue beaucoup plus économique qu'environnemental, et on regarde les interactions que les secteurs vont avoir entre eux. Donc pour produire des semi-conducteurs, il va falloir des ressources qui proviennent d'une autre activité. Si, par exemple, on investit dans une société qui produit des semi-conducteurs et qu'elle augmente sa production, peut-être qu'il y a des ressources qui vont être réallouées dans le système économique qui vont avoir des impacts tout au long de la chaîne de production ou de valeur aussi. Donc [c'est] une approche beaucoup plus macro […]. Et donc, prendre en compte toutes les interactions qui pourrait y avoir si tout à coup une activité est développée de manière importante à des fins de transition énergétique ou de décarbonisation ou etc. Donc c'est en fait ces interactions-là qui sont décrites dans ces tableaux entrée-sortie où vous avez une entrée en fait : […] pour autant de produits provenant de telle activité, j'ai besoin d'autant provenant d'autres activités. Donc ça décrit le système économique de manière peu dynamique, mais relativement complète. » (Thomas Grandet, ingénieur, EPFL)

Cette approche est ainsi très différente de celle d'Harmony (et d'autres acteurs des pôles « microfinance » et « marchés émergents »), par exemple, qui cherche à évaluer davantage d'impacts en collectant des données auprès des clients en bout de chaîne (*end-clients*) : par un exercice de l'action à distance plus rigide, moins d'inférences sont nécessaires. Ainsi, Harmony effectue

occasionnellement, comme nous l'avons vu plus haut, des enquêtes auprès des *end-clients*[209]. Ce faisant, plutôt que de chercher à cerner des effets dynamiques d'interaction entre les différents acteurs économiques entrant dans la chaîne de production de ses *investees*, Harmony cherche à objectiver directement l'effet d'activités de microfinance sur les entreprises en bout de chaîne. C'est ce que montre la *Fig. 43*, ci-dessous, issue d'un rapport d'impact d'Harmony, indiquant par exemple que trois cinquièmes des bénéficiaires de micro-prêts ont vu les bénéfices de leur entreprise augmenter (dans les graphiques, ces données sont réparties en fonction des zones géographiques, et comparées aux résultats d'autres *asset managers*).



IV BUSINESS IMPACT

Table 7
Comparison of 'business impact' to the Microfinance Index benchmark

Indicator	Microfinance Index benchmark	Weighted-average results of Harmony investees
% seeing 'very much increased' improvement in income	24%	14%
% increasing no. of paid employees	13%	10%

Three out of five respondents indicated that their **business income increased because of the loan they took from the MFI**. It may be a small increase since 43% report that it 'slightly' increased whereas only 14% reported that their income increased "very much" (Figure 19). Only 3% of respondents indicated that their income decreased because of the loan. Overall, these results suggest that access to finance is supporting microenterprises to increase their business income, primarily by allowing them to invest in their business. The largest impact of loans on business income is in sub-Saharan Africa, with 34% of respondents saying that it increased 'very much', whereas the impact is the smallest in Eastern Europe, Central Asia & MENA (3%).

Figure 19
Change in business income (Has the money you earn from your business changed because of the MFI? n=4,478)

Figure 43 — Extrait du rapport d'impact d'Harmony, 2021

En somme, en plus d'être limitée par des enjeux pratiques difficiles à surmonter, la quête de la mesure d'impact n'est pas menée de la même manière par tous, notamment en raison des rapports

[209] Ces enquêtes sont permises par des financements exceptionnels que Harmony a obtenus, notamment de la part d'acteurs économiques majeurs, comme la banque UBS.

très différents à l'action à distance et au recueil de données (présenté plus haut) à travers le champ de notre étude. De ce point de vue-là les pôles « microfinance » et « marchés émergents » se distinguent par un traitement des données plus proches de leurs bénéficiaires, et comportant moins d'inférences.

Deux autres exemples : l'évaluation des risques et l'épineuse question de l'additionnalité ; souvent mentionnées, rarement objectivées

Au-delà de l'enjeu central de la distinction de la notion d'impact avec celles d'*output* ou d'*outcome*, la mesure d'impact promet également, dans les discours officiels de ses praticiens, de prendre en compte d'autres facteurs complexes. Nous en traiterons ici deux : l'évaluation des risques d'impacts, et la question de l'additionnalité.

Chez plusieurs des *asset managers* du champ, dont Harmony, l'analyse des impacts est assortie d'une évaluation des risques associés, c'est-à-dire des risques que les impacts escomptés n'aient pas lieu ou que des impacts négatifs soient engendrés. Cet enjeu est d'ailleurs un aspect de l'impact investing qui se veut distinctif par rapport aux autres formes de finance durable, comme l'affirme Nina Langlois, de Steelax :

> « La différence qu'on fait avec la partie ESG c'est qu'on va aussi regarder, lorsqu'on investit, les risques potentiels liés à une activité et les impacts négatifs qui peuvent en résulter, parce que toute activité économique selon [la manière] dont elle est structurée, faite ou gérée peut aussi aboutir à des impacts négatifs… » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

Dans l'ensemble des rapports d'impacts que nous avons pu consulter, près de la moitié fait état de tels risques, mais aucun ne quantifie, ni ne systématise ces potentiels impacts négatifs. Il s'agit d'ailleurs d'une limite mise en évidence par des acteurs indépendants, en particulier dans le rapport BlueMark (une tierce partie internationale qui évalue les démarches d'impact des *asset managers*) de 2022 qui mentionnait, au sein de l'industrie, *« an overemphasis on aggregate output metrics, cherry picking of portfolio companies, and a notable absence of information on underperformance or negative impacts »* (p. 16). En effet, dans les rapports, peu d'exemples ou de données globales sur des effets négatifs sont reportés. Cet exemple des risques d'impact montre ainsi un autre désalignement entre objectifs et mises en œuvre qui brouille la définition de l'impact.

De ce point de vue, un autre exemple est encore plus parlant : celui de l'additionnalité. Dans le contexte des investissements à impact, l'enjeu de l'additionnalité pose la question suivante : les impacts attribués à un investissement auraient-ils eu lieu sans la réalisation de cet investissement ? Ce terme est ainsi largement utilisé, notamment dans le domaine de la finance verte (Carter, Van

De Sijpe et Calel, 2021). Autrement dit, plutôt que de se focaliser sur les impacts des *investees*, on se demande ici par exemple combien de tonnes de CO_2 sont évitées par l'investissement d'un certain montant dans une entreprise. L'additionnalité, c'est donc la valeur ajoutée d'un investissement à l'impact réalisé par l'*investee*. En effet, une entreprise qui produit des panneaux solaires, par exemple, peut avoir un impact environnemental positif—mais comment savoir si le fait d'avoir investi dans cette entreprise a vraiment accru cet impact (a représenté une « addition » par rapport à ce qui aurait été accompli quoi qu'il en soit) ? D'après Gérard Boyer, il s'agit donc là encore d'une reconstitution complexe de schèmes causaux allant de la poche de l'investisseur aux clients en bout de chaîne, aux écosystèmes, à la qualité de l'air ou au climat :

> « Faire de l'additionnalité une condition de l'investissement d'impact, ben c'est une énorme contrainte. D'être capable de se dire quand j'investis je sais que l'argent que j'amène dans cette entreprise va créer un surplus, donc une addition d'impact qui n'aurait pas existé si je n'avais pas investi. » (Gérard Boyer, une startup d'évaluation d'impacts)

Pourtant, malgré la complexité de cette mesure, la notion d'additionnalité est centrale dans les discours officiels des *asset managers* et apparaît comme un élément constitutif de l'impact. Dans cette perspective, un impact est un impact s'il est généré ou accru par investissement dans l'entreprise qui en est responsable :

> « Nous on veut voir les changements, et c'est ça la contribution. Qu'est-ce que ça change dans la vie des gens ? L'additionnalité. Si la boîte n'était pas là, est-ce que ça serait autrement ? » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

Ainsi, par exemple, les rapports d'impact de Transform indiquent que les méthodologies utilisées offrent un *« focus on the intentionality and additionality of each investment »* (Rapport d'impact, Transform, 2019). Pourtant, dans le même temps, cette additionnalité n'est pas réellement intégrée à des mesures de second-ordre ; elle est supposée, avec *« les moyens du bord »* (Raphaël Brunner) et en comparaison avec les investissements *mainstream* (et l'impact *mainstream*) sur les marchés listés, où elle est encore moins objectivable[210] :

> « [Pour l'additionnalité], on fait avec les moyens du bord et avec certaines *metrics* qu'on pense être pertinentes. Mais pour moi, tout investissement a un impact qu'il soit positif ou négatif. Toutes nos décisions ont un impact, qu'elles soient des décisions d'investissement, de donations, de pour qui on travaille, de combien de temps on passe pour quel projet. Et puis après, juste, l'impact investing c'est vraiment une philosophie de l'investisseur qui se dit, voilà, mon argent, j'ai envie qu'il soit investi avec des principes et puis j'ai envie d'avoir un impact positif avec mes investissements tout en préservant le capital ou en générant un revenu. Chacun a sa politique d'investissement. […] Si vous investissez dans un fonds UBS qui gère 500 millions et puis vous mettez 200 000, 300 000 dedans, déjà ça va pas changer la vie pour eux, aux gérants du fonds. Puis les entreprises qui sont *investees* s'ils sont en listé, ça va être juste du *trade* d'actions donc votre additionnalité, là-dedans, elle est nulle. Et vous allez pas vraiment avoir un impact en investissant dans ce fonds, pour moi. Tandis que si vous

[210] En effet, au sein du pôle *mainstream*, investir dans une entreprise listée ne permet pas d'évaluation d'additionnalité dans la mesure où les parts de cette entreprise s'échangent à grande vitesse sur le marché, ce qui rend l'impact de chaque investisseur difficile à objectiver.

> investissez 2 millions dans un fonds qui en fait 50, qui prête à des boîtes qui ne trouvent pas de financements, là vraiment—et qui fait avancer le truc—l'entreprise devient un modèle et d'autres l'imitent. Là, en tant qu'investisseur, vous avez une additionnalité. » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

En fin de compte, l'objet « impact » dans ses définitions officielles, tourne autour d'un certain nombre d'hypothèses de base relativement fortes, lui permettant de se distinguer d'autres approches sur le plan discursif. Mais lorsqu'on observe la manière dont ces conditions se traduisent dans les mesures d'impact de second ordre, on constate un écart—parfois reconnu par les acteurs du champ—qui rend particulièrement mouvantes les délimitations de l'objet « impact » en tant que catégorie comptable.

En somme, que ce soit en raison de leur hétérogénéité, leur désalignement, incommensurabilité, ou écart aux discours, les mesures de second ordre de l'impact ne permettent pas à un tel objet de de se stabiliser (Power, 2004), et d'exister selon des principes rigides au sein du champ. Ce dernier dispose au contraire de propriétés multiformes, de caractéristiques définitionnelles négociables, et d'opérationnalisations asymétriques correspondant à ses multiples mesures de second ordre. Celles-ci le rendent manipulable et adaptable aux spécificités pratiques que l'on a identifiées au sein du champ. Il permet alors aux acteurs des différents pôles de le traiter selon leur propre approche, en lien étroit avec leurs pratiques générales d'investissement, et les conceptions morales associées (*cf.* partie II. du chapitre).

iii. Le *reporting* auprès des investisseurs : prouver un impact mis en calcul de manière flottante

Dans les précédentes sous-sections, nous avons montré que la collecte des données (par l'exercice de l'action à distance) et la mise en forme de mesures de second ordre contribuent à une mise en calcul permissive de l'objet « impact », n'atteignant pas l'unité comptable et la précision revendiquées par les acteurs du mouvement de l'impact investing. Nous avons étudié cette dimension sous l'angle des *asset managers*. Il nous faut rappeler que ces derniers restent des intermédiaires. Autrement dit, ils fournissent un service de gestion d'actifs à des investisseurs qui peuvent être de différents types : des investisseurs institutionnels (fondations, institutions de développement, acteurs publics) investissant directement dans les produits de l'*asset manager*, des investisseurs individuels dits « *retail* », mais aussi des banques confiant leurs fonds à l'*asset manager* (des fonds de fonds, ou des mandats)[211]. En fournissant ces services, les *asset managers* d'impact ne font pas qu'objectiver les « impacts » de leurs actifs sous gestion, ils les communiquent à leurs clients investisseurs, le *reporting* constituant un élément central de toute démarche comptable (Miller

[211] Nous présentions au début du chapitre ces différentes catégories d'investisseurs.

et Power, 2013 ; Power, 2013, 2021), selon le principe de médiation des processus comptables (Miller et Power, 2013), ou, dans une perspective de sociologie économique, en produisant des dispositifs de jugement (Karpik, 2007) renseignant les investisseurs sur les qualités de ces produits. Une question émerge alors : dans le contexte d'une mise en calcul permissive de l'objet impact, comment les *asset managers* satisfont-ils leurs clients dans le *reporting* d'impact qu'ils leur proposent ? Nous verrons que la variété des approches comptables est cristallisée par des modes de *reporting* qui n'obligent que très peu les *asset managers* vis-à-vis des investisseurs. Nous commencerons par montrer que la diversité des types de clients implique des attentes différentes au regard des enjeux de *reporting* d'impact (**1.**). Puis nous verrons que, par-delà cette diversité, les investisseurs se caractérisent généralement par des attentes peu exigeantes en termes de mesure d'impact ; cette permissivité incite alors les *asset managers* à s'appuyer sur des modes de *reporting* cherchant à *raconter* l'impact (plutôt qu'à le *comptabiliser*) et ce, de manière différente en fonction des pôles de pratiques (**2.**). À ce titre, les dispositifs de *reporting* autorisent cette permissivité des comptabilités et des conventions de qualité auxquelles elles se rattachent.

Reporter l'impact, pour qui ?

Les investisseurs confiant leur argent aux *asset managers* d'impact à Genève n'ont pas tous les mêmes attentes concernant le *reporting* d'impact, notamment en ce qui concerne sa forme et la rigidité des indicateurs utilisés. Les entretiens réalisés auprès des *asset managers* rendent compte de cette diversité, reflétant en particulier sur les attentes plus élevées de certains types d'investisseurs institutionnels comme les acteurs du développement, ou plus généralement les acteurs publics—confirmant ainsi la distinction classique entre des investisseurs dits « *impact first* » ou « *return first* » (voir par exemple, Chiapello et Godefroy, 2017). C'est notamment ce qu'explique Nina Langlois, de Steelax :

> « [L'impact a] toujours été le positionnement de Steelax. Toutefois, depuis le début, [on avait] plutôt des investisseurs commerciaux, […] intéressés par le retour financier avec ces externalités positives et négatives comme 'plus' on va dire ; mais maintenant […] on travaille avec des DFI [Institutions financières du développement] notamment qui, par exemple, pour ce type d'acteurs-là, c'est d'abord la recherche de l'impact [qui prime], et ensuite, la recherche de la rentabilité financière des investissements. » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

De ces positionnements divers résultent ainsi, par exemple, des attentes variées concernant la modélisation de l'additionnalité, comme cela peut-être le cas en fonction des différents clients de Lime :

> « [La standardisation], c'est un enjeu parce que notamment, du coup il y a une multiplication de rapports d'impact et tout le monde rapporte certainement différemment ces données. Je pense qu'en fait, c'est nos investisseurs qui doivent avoir un peu de mal à s'y retrouver entre ce qui est fourni par les uns et les autres. Par ailleurs, il y a un vrai sujet sur : est-ce qu'on mesure la contribution ou l'attribution ? Et nous, nos investisseurs, nous challengent beaucoup là-dessus, parce que je pense que ce qui est le plus fait dans le secteur de l'impact investing, c'est de dire : 'on investit dans une entreprise et voilà l'impact de l'entreprise'. Par contre, quel est l'impact nous de notre financement, très spécifiquement ? Ben ça c'est une modélisation qu'il faut faire parce que, concrètement en général on investit dans l'entreprise et on n'a pas forcément une ligne de l'entreprise qui va être utilisé comme dans un programme humanitaire pour acheter un certain nombre de kits d'urgence ou quelque chose. Donc nous en général, on peut pas... […] Et ça du coup, nous on a pas mal de demandes de l'IFAD [Fonds international de développement agricole], de la commission européenne, de ce genre d'investisseurs, pour être plus précis—parce qu'eux sont habitués à faire ces modélisations pour leurs investissements et donc à avoir des *impact investors* à qui ils donnent des fonds et qui leur disent, ben voilà, la coopérative, elle a 900 fermiers et ils disent '*so what ?* C'est quoi votre impact sur ces 900 fermiers ? Est-ce que vous avez réussi à maintenir un accès au marché pour 100 d'entre eux ?' Et après, on se retrouve à faire des modèles qui, pour nous, ont un peu moins de sens parce que c'est des modèles… mais qui donnent quand même une information sur l'importance de notre financement par rapport à d'autres. Donc on le fait pour eux. Mais dans notre rapport d'impact, par exemple, on va dire 'nous on investit dans ces entreprises et voilà l'impact de ces entreprises'. Et on va pas dire spécifiquement, 'voilà l'impact du financement de Lime'. Ça, c'est un vrai problème de définition sur lequel on a beaucoup de discussions avec les investisseurs. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

Ainsi, le degré de précision et de standardisation du *reporting* aux investisseurs va dépendre des attentes de ces derniers et du degré de précision des informations dont ils doivent rendre compte de leur côté : *« Mais bon, bien sûr, je comprends que pour des investisseurs, notamment publics et des fondations, ils ont eux-même des exigences de reporting. Donc il faut bien sûr qu'on puisse leur fournir les indicateurs dont ils ont besoin. »* (Anna Meunier, Lime)

Par conséquent, le *reporting* d'impact n'est pas nécessairement standardisé au sein du même *asset manager*, et dépend beaucoup des clients—ce qui implique également des récoltes de données initiales différentes selon les fonds de cet *asset manager*, des indicateurs variés, etc. Par exemple, un employé d'Harmony explique que les données d'impact les plus précises, en particulier celles provenant d'une collecte auprès des clients en bout de chaîne, sont spécifiques à un mandat de gestion pour UBS[212] assorti de moyens exceptionnels dédiés à l'objectivation des impacts, impliquant un *reporting* plus précis :

> « On a un mandat, par exemple, avec UBS : c'étaient des clients privés, et on fait un rapport d'impact chaque année. […] Et on a aussi une autre unité qui a un mandat qui est spécialisée sur l'Afrique subsaharienne, donc là aussi, eux ils sont beaucoup plus... Il y a plus de discussions sur ces éléments-là [le *reporting* d'impact]. Je dirais, là-dessus, ça dépend vraiment des contreparties qu'on a. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Du côté d'Omnis, Claire Delastre fait une différence entre les institutionnels financiers (hors du champ du développement), et les investisseurs individuels (dits *retail*) :

[212] Autrement dit, un fonds d'UBS dont la gestion est confiée à Harmony.

> « Les fonds de pensions, ils font des essais avec nous, justement pour voir un petit peu qu'est-ce qu'il se passe. Pareil pour les banques privées. On représente vraiment une toute petite portion, et c'est chouette qu'ils fassent des essais. On espère leur montrer que ça peut marcher. Je pense que les privés, enfin les *high net worth individuals* sont peut-être ceux qui font, qui mettent l'*impact first*. Oui, parce qu'on parle directement avec eux-mêmes, ils ont, c'est eux qui poseront le plus de question vraiment sur le fonds, sur les produits. Alors que les investisseurs plus classiques vont plutôt vraiment demander sur le retour financier, la performance. Donc c'est oui, c'est vraiment des questions différentes qu'ils nous posent. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

En somme, le *reporting* d'impact, en plus de s'appuyer sur des données et mesures de second ordre délimitant l'impact de manière flottante, se décline avec plus ou moins de précision selon les investisseurs auprès desquels il est réalisé, ce qui en limite l'harmonisation et la standardisation, parfois même chez un même *asset manager*.

Reporter, raconter, ou divertir ?

Au-delà des variations d'exigences concernant le *reporting* parmi les investisseurs, les entretiens réalisés avec les *asset managers* révèlent, de manière générale, une attention relativement faible de ces investisseurs au sujet de la question du *reporting* d'impact. En effet, si ces derniers choisissent d'investir auprès de gestionnaires d'impact investing, les conditions, la complexité et le détail des impacts supposément générés sont rarement des sujets d'intérêt pour eux (excepté dans les quelques cas présentés plus haut) :

> « Alors, je dirais, qu'à ce stade, comment dire... Pour les clients qu'on a... [L'impact], c'est important mais c'est pas un sujet—je parle de clients professionnels—c'est pas un sujet qu'on aborde des heures en réunion. On aborde plus, pour être franc, le retour financier. L'impact, on a quelques indicateurs—alors on a la typologie […] —mais ce que je veux dire, c'est qu'on a des choses à montrer, on en parle un peu, mais c'est pas, pour mes clients […], c'est pas l'élément-clé. […] Les clients sont intéressés, par rapport au contexte qui évolue, ils ne sont pas naïfs mais ce ne sont pas des gens qui sont venus uniquement pour ça. […] Et les clients que j'ai, qui sont des clients plutôt professionnels, j'ai l'impression qu'ils sont plus axés [sur les rendements financiers] et forcément, ils regardent l'impact pour s'assurer qu'il n'y a pas de risques qu'on prend sur des variables sociales ou autres. Mais on a pas des débats passionnés sur les indicateurs ou sur des variations. C'est plus... ils prennent note. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Cette citation est caractéristique de l'attitude des investisseurs face à l'impact et sa mesure : en règle générale, ils sont relativement peu exigeants concernant la manière dont celui-ci est reporté et se contentent d'en *« prendre note »*. On peut comprendre, à partir de ce positionnement, la manière dont les *reportings* d'impact sont réalisés. Nous examinerons ceux-ci à partir de rapports d'impacts (ou rapports de fonds incluant une dimension « impact ») disponibles sur les sites *web* des *asset managers*. Certains sont des documents publicitaires pour le fonds, et d'autres sont destinés aux investisseurs ou futurs investisseurs.

Tout d'abord, nous notons que certains *reportings* se caractérisent par une présentation très sommaire des résultats d'impacts, ce qui est cohérent par rapport aux attentes d'un certain nombre d'investisseurs. Par exemple, dans le rapport mensuel d'un fonds d'Hecate, le commentaire du gestionnaire se concentre exclusivement sur la performance financière du fonds, et la dimension impact est uniquement abordée dans une série d'indicateurs décontextualisés, présentés en *Fig. 44*, comparant, sans explication supplémentaire, le supposé impact du fonds par rapport à celui du benchmark, selon différentes catégories (ESG, *« impact targets »*, SDGs…). Dans ce type de *reporting*, il s'agit davantage de fournir des signaux de performance, que des explications fines des types d'impact réalisés. Dans le rapport BlueMark 2022, ce type de données est appelé, de manière critique, *« vanity metrics »*, et présenté comme une forme de *reporting* reposant davantage sur l'effet immédiat d'une croyance dans les nombres (Porter, 1995), que sur une mise au jour approfondie des impacts.

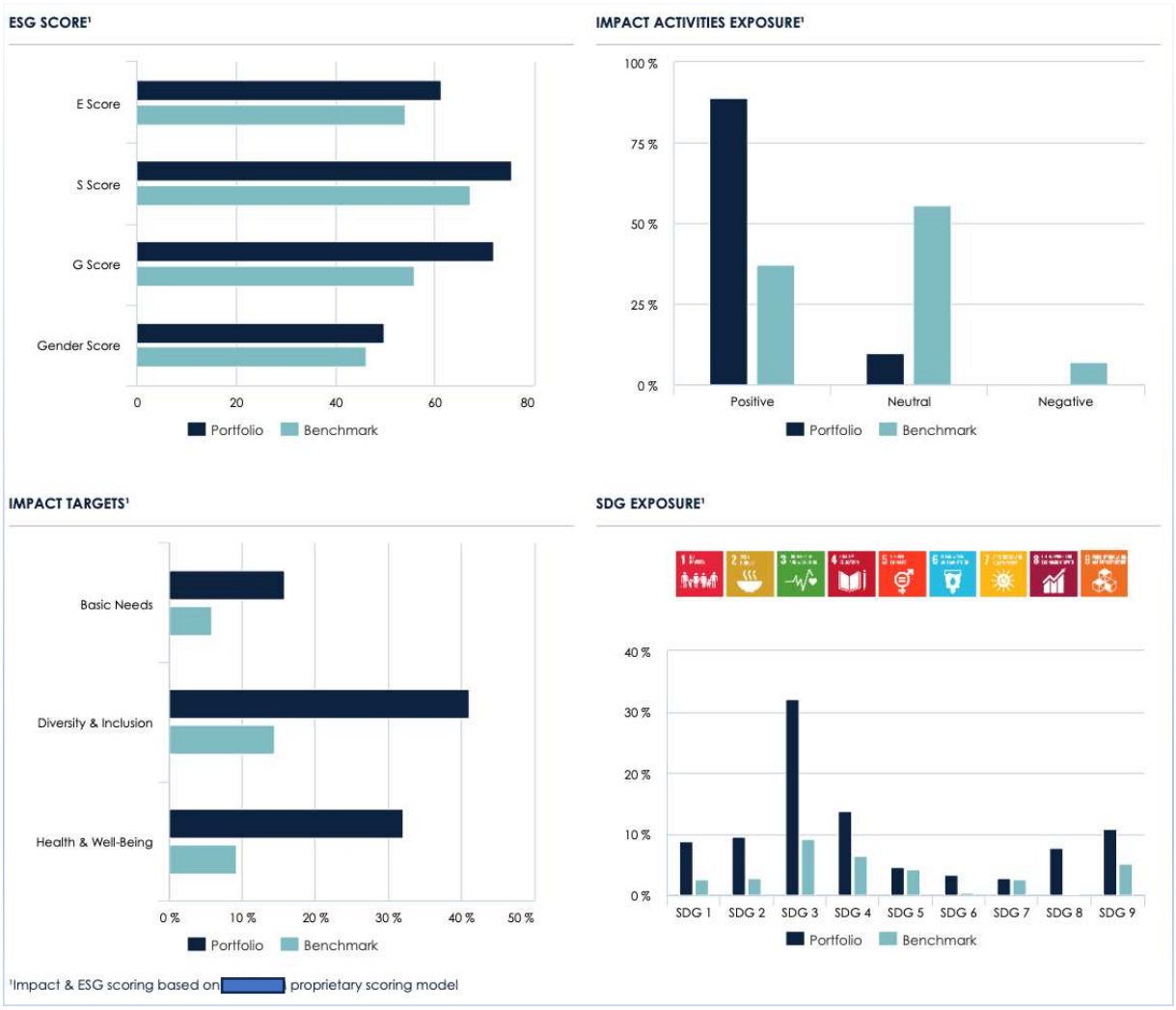


Figure 44 — Données d'impact d'un fonds d'Hecate, issu d'un rapport mensuel de fonds, 2023

Ensuite, d'autres formes de *reporting* cherchent à expliquer davantage les impacts réalisés. Nous avons vu dans les précédentes sous-sections que les mesures d'impact de second ordre permettent rarement la commensurabilité et présentent un écart fort par rapport aux objectifs théoriques de la mesure d'impact. La question suivante peut alors être soulevée : comment reporter et rendre crédibles des impacts quand l'objectivation de ces derniers est ancrée dans des mesures de second ordre qui les définissent de manière aussi flottante ? Cette question peut être lue au prisme de l'approche de Beckert (2016) sur les *fictional expectations*, c'est-à-dire les attentes imaginées sur les résultats futurs des activités économiques. Dans cette perspective, de telles attentes doivent être structurées et rendues crédibles (Beckert, 2013) par un ensemble de dispositifs tels que des chiffres, des narratifs, des prévisions, etc. Dans le cas du *reporting* d'impact, nous observons cet enjeu de manière particulièrement aigüe, car les *asset managers* cherchent à convaincre de l'existence d'un impact avéré ou futur, là où les mesures comptables utilisées pour cela ne permettent pas tout à fait, du propre aveu des acteurs, d'assurer cette existence. Nous observons donc qu'un certain nombre de rapports d'impacts mettent en œuvre des techniques permettant de rendre crédibles ces *fictional expectations*, malgré les limites des mesures de second ordre mobilisées. En examinant les rapports, nous remarquons que cette crédibilisation passe par la juxtaposition d'informations de natures différentes, et notamment d'artéfacts visuels (Puyou et Quattrone, 2018 ; Quattrone, 2017), permettant de véhiculer une idée simple, plutôt que de reporter précisément sur des catégories déterminées. Cette approche du *reporting*, à laquelle Ronzani et Gatzweiler (2022) font notamment référence en parlant de « multimodalité », est à l'œuvre dans plusieurs rapports d'impact produits par les acteurs du champ genevois. La notion de multimodalité renvoie à l'utilisation simultanée, dans des dispositifs de mesure de performance, de plusieurs « modalités », c'est-à-dire, de supports visuels variés : textes, données quantitatives, mais aussi images, graphes, couleurs, etc. La multimodalité est particulièrement présente dans les rapports d'impact, qui multiplient les types de données, en cherchant à véhiculer l'idée de l'impact, davantage que sa preuve. De ce point de vue-là, nos observations résonnent avec celles de Bourgeron (2020), qui montre que les investissements à impact fonctionnent selon une double circulation du capital et des impacts entre *asset managers*, *investees*, et investisseurs. Il note notamment la tension entre des mesures quantitatives et qualitatives de l'impact, renvoyant à des définitions souvent concurrentes de l'impact social et des attentes des investisseurs. Notre cas présente une situation sensiblement différente, puisque cette multimodalité des données, mixant qualitatif et quantitatif fait moins écho à des approches en tension qu'à des méthodes de *reporting* qui les utilisent simultanément pour convaincre les lecteurs, en l'occurrence, les investisseurs.

Tout d'abord, l'ensemble des rapports examinés contiennent des données numériques d'*output*, d'*outreach*, ou de contribution à des SDGs, dont nous avons déjà donné de nombreux exemples. Celles-ci sont souvent décontextualisées, et fonctionnent sur la base des *« vanity metrics »* mentionnées ci-dessus. Mais pour rendre concrètes de telles informations, les *asset managers* les complètent avec des modalités visuelles, en particulier des photographies, véhiculant l'idée d'impacts positifs, dont la nature varie en fonction des « objectifs d'impact » de l'entreprise : il peut ainsi s'agir de paysages symbolisant la préservation des écosystèmes, d'individus provenant de pays en développement, ou encore d'images de produits fabriqués par un *investee*, comme on peut le voir ci-dessous, en *Fig. 45*.

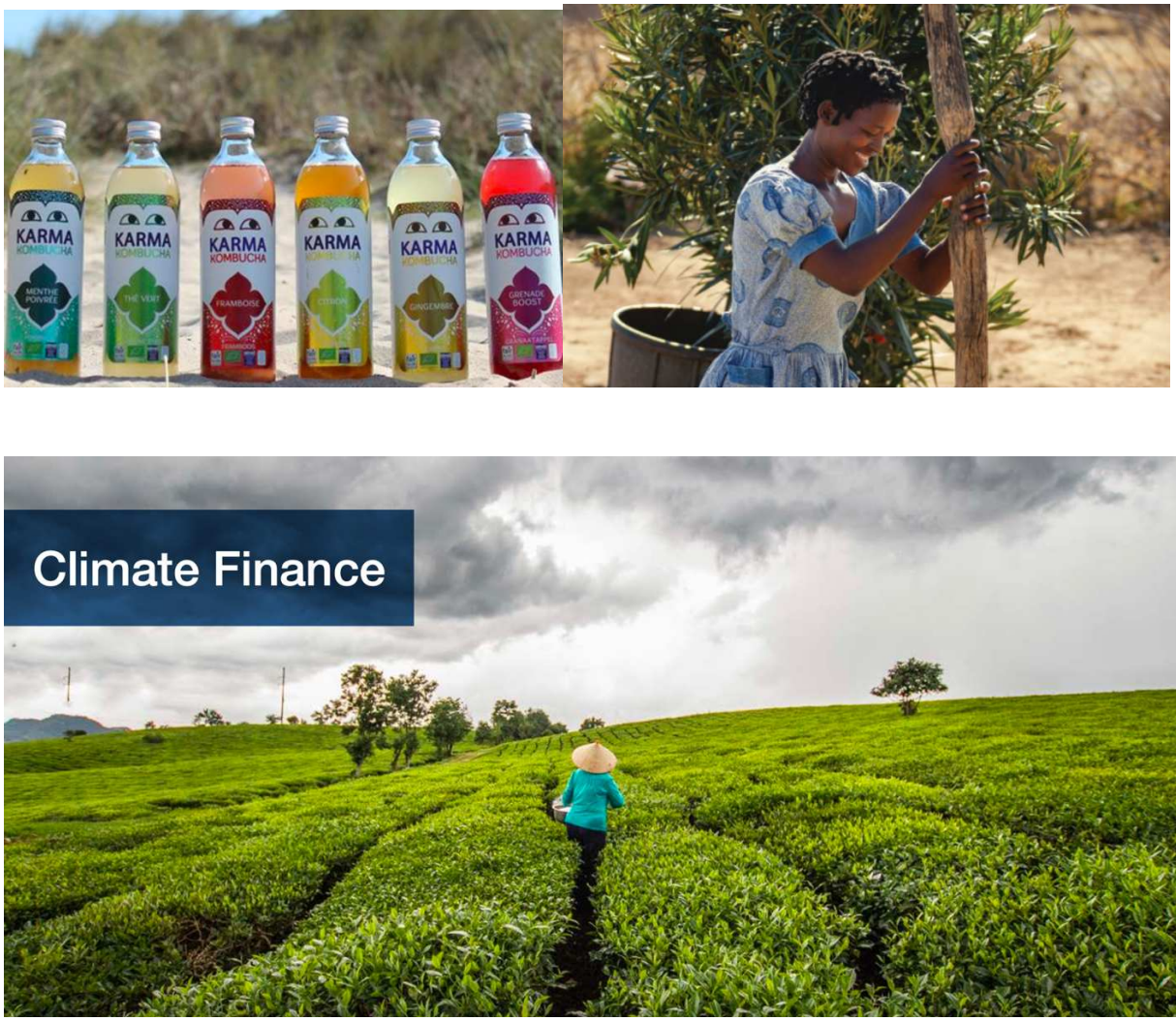


Figure 45 — Exemple de visuels tirés de rapports d'impact (Regenae, Harmony, Green Lotus)

En complément de ces images sont également présentés des narratifs, des *« impact stories »*, ou des *« portfolio highlights »*, pour reprendre les termes employés dans les rapports. Par exemple, Regenae propose des *« zooms »* sur des entreprises soutenues, en exposant leurs objectifs, leurs produits, et

leurs potentiels impacts. Certains rapports se focalisent aussi parfois sur les clients en bout de chaîne, et relatent leur expérience, à travers les discours des *investees* qui leur fournissent des services. C'est le cas de Steelax, qui, par exemple, cherche à exemplifier l'impact de certains de ses investissements sur les femmes qui en bénéficient, comme présenté dans la *Fig. 46*, ci-dessous.



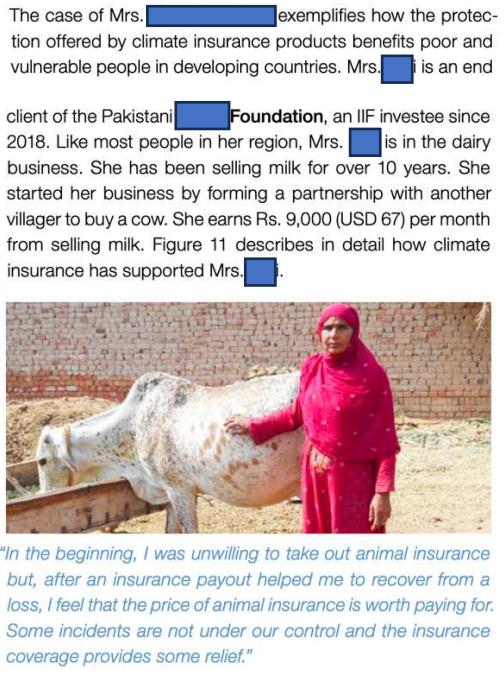
▷ ***What do you think would be the impact of the FIG program on improving the sustainability of women's farms and increasing their income?***

The FIG program will contribute to the empowerment of women farmers who work the poorest lands (rainfed crops) and have no start-up capital to better cultivate their land: no funding for inputs and no assistance towards small mechanisation.

▷ ***How will the FIG program benefit your company?***

Figure 46 — Extrait d'un rapport d'impact de Steelax, 2022

Le cas de Green Lotus est encore plus frappant : il donne à voir une technique d'objectivation de l'impact donnant la parole directement à des *end-clients* sélectionnés, dont l'expérience est mise en récit pour crédibiliser l'impact de l'*asset manager* (*cf. Fig. 47*).



The case of Mrs. [redacted] exemplifies how the protection offered by climate insurance products benefits poor and vulnerable people in developing countries. Mrs. [redacted] is an end client of the Pakistani [redacted] **Foundation**, an IIF investee since 2018. Like most people in her region, Mrs. [redacted] is in the dairy business. She has been selling milk for over 10 years. She started her business by forming a partnership with another villager to buy a cow. She earns Rs. 9,000 (USD 67) per month from selling milk. Figure 11 describes in detail how climate insurance has supported Mrs. [redacted].

"In the beginning, I was unwilling to take out animal insurance but, after an insurance payout helped me to recover from a loss, I feel that the price of animal insurance is worth paying for. Some incidents are not under our control and the insurance coverage provides some relief."

Figure 47 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (1/2)

Dans cet exemple, Green Lotus vante l'efficacité de produits d'assurance contre les risques climatiques proposés à des populations pakistanaises, *via* un *investee* de Green Lotus, une fondation. Ce cas retrace l'histoire d'une cliente en bout de chaîne, Mme [X], qui, après hésitation, aurait décidé de souscrire à cette assurance, qui lui aurait finalement permis d'économiser des sommes importantes après qu'une maladie aurait frappé la vache dont elle tirait ses revenus. Cette histoire n'est pas seulement racontée *via* le témoignage de Mme [X] ; elle est aussi mise en forme visuellement et chronologiquement avec une emphase sur l'impact positif de ces services d'assurances (*cf. Fig. 48*). Autrement dit, les techniques de multimodalité cherchent ici à rendre crédible un impact—non comptabilisé systématiquement—*via* la juxtaposition (Ronzani et Gatzweiler, 2022) de données narratives et visuelles sur un cas spécifique, mises en forme selon cet objectif.

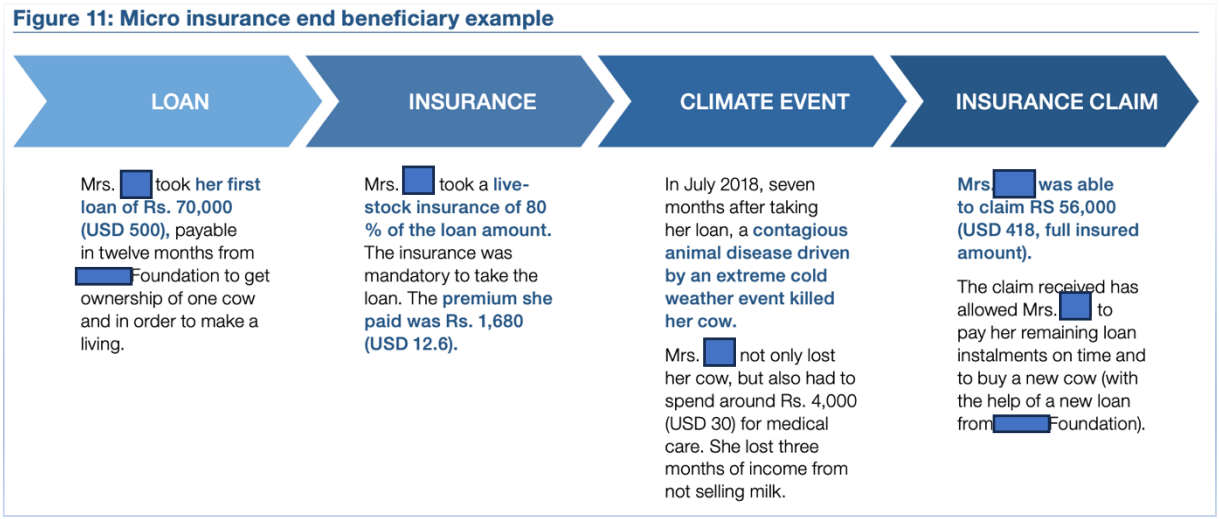


Figure 48 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (2/2)

Ronzani et Gatzweiler (2022) examinent les effets de ces approches multimodales et soulignent notamment *« the lure of the visual »* qu'elles impliquent, c'est-à-dire la manière dont elles *« trivialisent »* le *reporting* de la performance (ici, l'impact), en réduisant l'information à une idée simple, facilement interprétable et peu questionnable dans ses détails—ici, l'effet positif de l'action de l'*investee* sur les clients en bout de chaîne :

> "While our findings do not suggest that simple visualizations are inherently dysfunctional, […] there is a risk that the reports "look so good" that they deter engagement. Once the diagrams became deeply embedded and subject to social regulation in the reporting practices of the organizations (i.e., when they had sufficient conventional currency to be interpretable in the almost total absence of numerical KPIs and text), our analysis suggests that their simplicity prevented further interrogation." (Ronzani et Gatzweiler, 2022, p. 16)

Nous suggérons ainsi que ces exemples montrent que l'impact n'est généralement pas reporté selon des catégories comptables interprétables de manière systématique, mais *via* des modalités multiples servant davantage des narratifs et des *fictional expectations* qui consistent plus à *raconter*, qu'à *reporter*, amenant la comptabilité d'impact aux marges des fonctions classiques de l'*accounting* (Miller, 1998).

Enfin, une forme exacerbée de cette transition du *reporting* vers le *storytelling* est observable en dehors de ces rapports. En effet, en plus de ces *reportings* réguliers, certains *asset managers*, en particulier Green Lotus, proposent à leurs investisseurs des voyages sur le terrain, pour voir *« comment leur argent est utilisé »*. Dans la citation qui suit, que nous trouvons utile d'exposer dans son intégralité, le Chief Risk Officer de Green Lotus revient sur ces voyages, en insistant sur leur dimension divertissante, exotique, *« cool »* et *« badass »* :

> Sam Blink (Green Lotus): "The clients demanded… the clients wanted to do it. Yes. Investor fieldtrips. They love it. People love it. It's awesome. I mean, let's be real. It's a cool opportunity. It's a cool experience. Because most people, I mean people who invest in our funds, like I said in our conversation, they do it because they are genuinely interested in what we do. This is not passing fancy for them. And so, every year, a couple of times a year, our investor relations group and often our chairman and CEO will put together and send a note out to our investors and say: 'we plan an investor fieldtrip to go to Sri Lanka or to go to Myanmar or Georgia, or whatever.'"
>
> **Enquêteur: "And they meet with the SMEs or the financial intermediaries?"**
>
> Sam Blink: "They do both. Basically, these trips we have, have different components. You meet with the institutions where the funds are lending. So, you go and you meet with, one of the bank or MFIs in the Republic of Georgia and then you go out and you bride with a loan officer from that institution and you go out and you meet with clients. People will talk about the businesses that they are financing with the loans from bank or [a MFI] and you get a sense of how that money is being used, whether it is to a micro-enterprise or a SME. And you have the opportunity as an investor in the fund to connect the dots. And to know that 10 million dollars was dispersed last year from Green Lotus microfinance fund to [an MFI] and that this woman or this family is a client of [this MFI]. It makes it more tangible. And they do that a few times a year and they go to different places and hold together a group of investors or representatives of our investors to sort of see it firsthand. […] It is cool. And what I kind of like about it is that, when I was at Route Capital[213]—Route Capital was the first impact investment fund to ever do agriculture, direct financing for agriculture SMI, like, they were the pioneer on that—and their investor base was both investors and people who were participating in an 'zero program', but also philanthropically. You had foundations, individuals. You had family offices. You had schools. It was philanthropically oriented and it was really impact oriented. People were willing to take out wages risk with their money to take 0% return because they just believed so strongly in what people were doing. And they did this. And I remember thinking that this was badass. That this was cool. The idea of going out and singing Nicaragua revolutionary songs after dinner, in a village, somewhere in a mountain, with investors, people who have never been out in New York or London. They did and stayed in a Pacha hotel. People loved it. And I think it is cool that Green Lotus does that."

En somme, le *reporting* d'impact se déploie sur un continuum allant de la comptabilité (souvent limitée) au divertissement, en passant par le *storytelling*. Après avoir montré que la mesure d'impact se traduit dans notre cas d'étude par une mise en nombres flottante, nous voyons que son *reporting* tente de pallier ces faiblesses par l'utilisation de modalités aux frontières des fonctions comptables,

[213] Non anonymisé.

cherchant à rendre l'impact crédible autrement que par ses seules mesures de second ordre, sans unité générale, et selon une adaptation aux attentes très variées des investisseurs initiaux.

e. Une mise en calcul permissive au service d'une variété de conventions de qualité

En examinant les modalités de la mesure d'impact au sein des différents *asset managers* du champ de l'impact investing genevois, nous avons mis en évidence que la délimitation pratique de l'objet « impact » est réalisée selon une mise en calcul comptable que nous qualifions de permissive. En étudiant successivement la collecte de mesures de premier ordre par l'action à distance, la production de mesures de second ordre autonomisant l'objet, et le *reporting* effectué auprès des investisseurs, nous avons identifié les caractéristiques d'une telle mise en calcul. Celle-ci est permissive à deux titres. Premièrement, elle maintient la diversité des mesures en mettant en œuvre des fonctions comptables qui n'en permettent pas la commensurabilité ou la comparabilité au sein du champ. Deuxièmement, elle trace des frontières floues autour de l'objet « impact », qui peut alors être saisi par divers acteurs, aisément adapté à leur propre interprétation, et intégré à des pratiques variées, elles-mêmes rattachées à divers pôles de pratiques.

Mais quel lien établir entre cette mise en calcul permissive, les pôles de pratique et les moralités du champ de l'impact investing genevois ? Plus tôt dans le chapitre, nous avons montré que l'espace des pratiques de l'impact investing à Genève structure des conventions qui relient des moralités variées à des pratiques diverses. Celles-ci sont idiosyncrasiques, et leur asymétrie est maintenue par un mode d'organisation endogène, tourné vers l'histoire et les préoccupations marchandes des organisations, ainsi que par un discours supposant une capacité innée du marché à réguler les pratiques. La mise en évidence des caractéristiques de la mise en calcul de l'objet « impact » ajoute un élément à la compréhension des conventions de qualité identifiées et des moralités qu'elles portent : leur diversité est entretenue par une infrastructure comptable permissive qui autorise des mises en œuvre d'intensité variables (et parfois faibles) des fonctions comptables classiques. Cette infrastructure comptable permet alors à chaque convention de qualité, de s'ancrer dans une approche comptable qui lui est adaptée. Ce constat a deux principales conséquences.

Premièrement, les moralités variables reliées aux différents pôles identifiés en début de chapitre sont techniquement installées dans des approches variées de la mise en calcul de la catégorie « impact ». Ainsi, chacun de ces pôles propose des applications plus ou moins poussées, exigeantes, ou restrictives de la comptabilité d'impact, selon les thèmes que nous avons identifiés au cours de

cette section sur la mesure. Nous avons notamment observé que les acteurs issus d'une tradition en microfinance proposent des approches comptables plus poussées, en particulier sur le plan de la collecte de données initiales, là où les acteurs plus *mainstream* sont plus éloignés, dans leur processus de comptabilité, des impacts qu'ils cherchent à objectiver. Sur la base des analyses et des exemples présentés, on peut donc dresser un tableau synthétisant le rapport des différents pôles de pratiques à la comptabilité d'impact. Pour chaque « fonction » comptable que nous avons examinée, nous y indiquons la manière dont les acteurs de chaque pôle l'exercent :

Tableau 5 — Des pôles de pratiques ancrés dans des approches comptables qui leur sont propres

Fonctions Acc. / Pôles	**Action à distance**	**Mesures de 2nd ordre**	***Reporting***
Microfinance et Marchés émergents	Forte	Approximation des impacts par traitement de données empiriques	Rapports d'impact, témoignages, mesures de 2nd ordre, voyages sur place
Environnement	Moyenne	Approximation des impacts sur la base des activités des *investees*	Rapports d'impact, mesures de 2nd ordre
Mainstream	Faible	Approximation des impacts par traitement de données théoriques	Rapports d'impact, mesures de 2nd ordre

Deuxièmement, à partir de ce lien entre les approches comptables et les pôles de pratiques, nous pouvons compléter notre catégorisation des conventions de qualité établie dans la partie précédente du chapitre (*cf. Tab. 3*). En effet, nous commencions cette partie en notant l'importance que joue la comptabilité d'impact dans la mise en cohérence interne des conventions de qualité. Tout au long de l'analyse de ces comptabilités, nous avons cherché à montrer que leur variabilité n'est pas aléatoire, mais généralement associée aux pôles pratiques identifiés précédemment. On peut donc à présent dresser le tableau suivant des conventions de qualité observées dans le champ, associant pratiques générales, enjeux moraux, et dispositifs techniques (comptabilité d'impact) :

Tableau 6 — Conventions de qualité, tableau complété

Convention de qualité	**Buts de l'activité d'investissement (conceptions morales)**	**Modalités d'investissements**	**Pôle(s) de pratiques associés**[214]	**Comptabilité d'impact**
Convention intégratrice	Réaliser un impact social en intégrant les marchés émergents et les populations défavorisées dans le système financier	*Private Debt & Equity* auprès d'*investees* hors des pays développés	Pôles « microfinance » et « marchés émergents »	Rapport étroit avec les *investees* sur le terrain, collecte et analyse de données empiriques, parfois de première main
Convention durable	Assurer le renouvellement des ressources et la protection des écosystèmes	*Private Debt & Equity* auprès d'*investees* au sein et à l'extérieur des pays développés	Principalement pôle « environnemental »	Estimation des impacts des *investees* sur la base de leurs activités
Convention expansive	Valoriser par l'investissement les bonnes pratiques des entreprises, y compris multinationales. Diffuser au maximum les enjeux d'impact, en les introduisant dans les secteurs *mainstream* de la finance	Toutes classes d'actifs (y compris investissements listés), principalement auprès d'*investees* dans des pays développés	Pôle « *mainstream* »	Rapport indirect ou inexistant avec les *investees*, estimation théorique des impacts sur la base de données de seconde main

IV. Conclusion

Ce chapitre nous a permis d'analyser le lien entre la moralité à l'œuvre dans le champ de l'impact investing genevois et les pratiques qui s'y déroulent. En décomposant les éléments de cette moralité

[214] On pourra se référer au *Tab. 1* qui rappelle les entreprises rattachées à ces différents pôles.

et des pratiques qui y sont associées, nous mettons finalement en évidence trois principales conventions de qualité qui relient approches morales et pratiques. Ainsi, au-delà du constat de la diversité pratique et morale mise en évidence par cet exercice, nous montrons que cette diversité est maintenue par l'existence de telles conventions, qui possèdent une certaine cohérence interne, en raison de l'articulation étroite qu'elles opèrent entre 1) des pratiques d'investissement, 2) des dispositifs techniques de comptabilité et 3) des conceptions morales. Cette cohérence des conventions n'est pas seule suffisante au maintien de la diversité au sein d'un même champ. Nous montrons en effet que cette diversité est protégée par d'autres principes, que nous regroupons dans ce tableau, version complétée du *Tab. 4* :

Tableau 7 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent. Complété après analyse des comptabilités d'impact

Principe	**Explication**
Cohérence des conventions	Les conceptions morales de la finance n'existent pas seules et sont étroitement coordonnées avec des pratiques qui leur sont spécifiques. *Cette mise en cohérence s'appuie aussi sur des dispositifs comptables spécifiques aux différentes conventions. La variété de ces dispositifs est rendue possible par une mise en œuvre globalement permissive de la comptabilité d'impact à l'échelle du champ*
Histoire des organisations	Les organisations disposent d'une histoire et d'une identité qui légitiment les conventions utilisées
Fluidité des conventions	Les diverses conventions ne sont pas isolées et sont régulièrement partagées par plusieurs acteurs. *Cette fluidité est tout particulièrement visible dans les usages permissifs de la comptabilité d'impact, parfois au sein d'un même gestionnaire d'actif*
Endogénéité du champ	La structure endogène du champ autorise les variabilités idiosyncrasiques, et ne prescrit pas d'alignement fort des organisations, qui jouissent alors d'une certaine autonomie morale et pratique
Croyance dans les mécanismes marchands	Les acteurs présentent une croyance forte dans les mécanismes autorégulateurs du marché, ce qui renforce le principe d'autonomie/endogénéité

Alors que le premier chapitre a montré que l'émergence de l'impact investing à Genève fut le fruit d'un développement structurellement endogène créant une certaine diversité des approches dans le champ, et d'un contrôle des frontières relativement faible, ce second chapitre fait la jonction entre l'organisation de ce champ et ses pratiques. Nous y montrons que les mécanismes endogènes du champ excluent tout contrôle externe contraignant sur les pratiques qui s'y déroulent et permettent ainsi la coexistence de pratiques variées, liées à des histoires et des opportunités différentes selon les acteurs. Nous avons catégorisé ces pratiques en quatre « pôles » idéaux-typiques, associés à des moralités propres, elles-mêmes reliées au sein de trois principales conventions de qualité. Nous montrons finalement que cette variabilité des morales pratiques est rendue possible par la permissivité de la mesure d'impact, centrale dans la définition de l'impact investing. En étudiant celle-ci sous l'angle des fonctions de base de la comptabilité, nous avons vu que leur mise en œuvre est très variable en fonction des pôles de pratiques du champ, et donne lieu à une mise en calcul permissive de l'impact, dont les variations suivent celles que l'on observe entre ces pôles, et donc entre les conventions qui s'y rattachent. Le concept d'impact et sa mise en œuvre comptable se trouvent ainsi aisément adaptables aux différents acteurs du champ, sans qu'un contrôle externe ne standardise, ni n'harmonise les pratiques, en raison de la nature structurellement *et* idéologiquement endogène de cet espace marchand.

Mais dans un espace où les moralités sont aussi diffuses, et où l'unité pratique manque, comment comprendre que les acteurs en question continuent de revendiquer la singularité de leur approche, sa moralité, et poursuivent leurs efforts pour réaliser ou *a minima* mettre en avant une supposée mesure de leurs impacts ? Pour comprendre cela, une analyse au seul niveau organisationnel ne saurait être suffisante. Dans le dernier chapitre, nous aborderons ainsi les trajectoires individuelles des acteurs du champ, afin de comprendre leurs motivations, intérêts, et leur effet sur la composition de l'espace social.

Chapitre 3 — Du marché moralisé à la moralité de ses participants

I. Introduction

Au terme des deux premiers chapitres, nous avons analysé les conditions de l'implantation de l'impact investing à Genève, et les moralisations pratiques dans lesquelles ce projet se traduit. Ce faisant, nous avons montré que l'émergence de ce champ repose en partie sur des mécanismes d'endogénéité octroyant un rôle majeur aux acteurs et aux logiques des sphères financières traditionnelles de la ville, ouvrant le champ à des moralités irrégulières garanties par un cadrage des pratiques particulièrement flottant existant au sein de diverses conventions de qualité. Mais au-delà de l'organisation du champ, et des pratiques qui le structurent, sur quels profils d'acteurs ces moralités s'appuient-elles ? Et quelles sont les moralités individuelles de ces acteurs ?

Pour répondre à cette question, nous consacrerons ce chapitre final à l'analyse des profils des acteurs individuels constitutifs de ce champ, tout en cherchant à les mettre en lien avec les pratiques et les moralités qu'ils véhiculent au sein de l'espace social de l'impact investing genevois. En parlant d'acteurs, nous faisons ici référence aux individus qui travaillent au sein d'institutions financières offrant des services dits de finance d'impact. Autrement dit, notre focale d'analyse se concentre sur les praticiens de ces entreprises, que ce soient des analystes, des *managers* ou des CEOs. En effet, comme notre recherche se focalise en priorité sur le segment « offre » de ce marché, et sur le projet de moralisation que ces offreurs développent, une analyse adéquate doit porter sur les acteurs qui constituent ce segment. Au cours de notre étude, nous avons déjà rencontré, dans les entretiens mobilisés, un certain nombre de ces acteurs. Dans ce troisième chapitre, nous proposons d'entrer davantage dans l'intimité de leurs trajectoires en identifiant leurs profils, en particulier en portant une attention accrue à leurs parcours, et à ce que ces derniers nous enseignent sur leur rôle dans la structuration des pratiques et du projet moral de l'impact investing dans le champ.

II. L'impact investing à Genève, un champ mixte ou des trajectoires individuellement mixtes ?

a. Du discours sur la *« croisée des mondes »* à des parcours composites

Dans les premières semaines de notre entrée sur le terrain, nous avons été confrontés à des discours convergents qui postulaient une mixité du champ de l'impact investing genevois. Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre de cette recherche, les institutions aujourd'hui actives dans l'impact investing développent des narratifs attribuant à cette pratique la rencontre des mondes économiques, associatifs, et des organisations internationales. Nous avons alors montré que cette conception masque le rôle de quelques individus-clés et surjoue celui des institutions auxquelles ils sont rattachés. En retraçant la genèse de l'impact investing genevois, nous avons ainsi modéré l'idée d'une pratique née à la croisée de plusieurs mondes, et insisté sur les mécanismes proprement endogènes à la finance de la ville dans ce processus d'émergence. Mais au-delà de ces premiers moments du champ, qu'en est-il de sa constitution actuelle ? Les trajectoires des acteurs qui le composent plaident-elles plutôt pour une prégnance des compétences et cultures financières, ou bien valident-elles l'idée d'une diversité de profils reflétant le croisement de plusieurs champs ?

Au cours de notre enquête, les entretiens réalisés auprès des praticiens de l'impact investing ont révélé des discours soutenant la seconde hypothèse, dans la droite ligne des narratifs sur l'émergence du champ. C'est par exemple ce que nous indique Gérard Boyer, à la tête d'une startup genevoise d'évaluation des impacts, lorsque nous l'interrogeons sur les profils de ces acteurs. Il en propose une interprétation très liée aux débuts de l'impact investing et à son ancrage dans des milieux différents :

> « Je crois pas qu'il y ait un profil unique […]. C'est le fruit de deux démarches, l'investissement d'impact. Vous avez vraiment tout un mouvement qui est porté par des grandes fondations, notamment nord-américaines, Rockefeller, etc., qui d'ailleurs sont les fondations qui ont trouvé le terme impact investing […]. Donc ça, c'était tout un mouvement de gens qui se sont dit : 'on est tous assis sur un gros tas d'argent qu'on confie tous à nos banquiers, on a notre programme de dons sur le côté qui représente 5% de nos dépenses par an et on a 95% de notre argent qui est investi sur les marchés financiers qui va dans des grandes boîtes internationales sans qu'on se préoccupe de comment est-ce qu'on peut faire pour utiliser cet atout, cet actif, pour renforcer notre mission.' Donc au début, ça a démarré comme ça. Mais vous avez en même temps un autre mouvement de gens dans la finance qui étaient des investisseurs classiques qui ont aussi envie de se dire 'mais moi je veux que mon argent serve à quelque chose'. Et il y a eu une convergence dans le temps, si vous voulez, c'est arrivé tout ça un peu en même temps parce qu'il y a un moment c'est comme ça que ça se passe aussi. Il y a une sorte de bascule des idées. Donc ces deux flux sont arrivés en même temps. Et vous les retrouvez encore aujourd'hui dans le secteur de l'impact investing, d'ailleurs avec parfois [plusieurs] écoles de pensée. Il y a des courants aussi dans l'impact investing. Vous avez effectivement les gens du secteur financier qui parfois ont une approche un peu différente, les gens qui viennent de la philanthropie. Donc on continue d'avoir ce mélange-là. Et quand on parle d'impact investing, souvent on parle de l'ensemble des choses. » (Gérard Boyer, une startup d'évaluation d'impacts)

De la même manière, Palash Shankar, d'Harmony, s'appuie sur la diversité de la ville de Genève, et relie cet *« écosystème »* varié à ce qui serait une diversité du champ de la finance d'impact :

> « Il y a un peu des deux [profils finance, et hors finance], surtout à Genève, je pense, dans la perspective des organisations internationales, des ONG, des philanthropes, l'académique et les sociétés spécialisées, les banques, les *wealth managers*, les *high net worth* et *asset owners*, donc oui, oui, on a un écosystème assez varié. Les ONG font beaucoup. Je pense qu'il y en a qui font beaucoup de recherches ou de *technical assistance* aussi. […] [Au sein des entreprises comme Harmony, les profils], ça peut être varié. Ça dépend. Ça dépend des équipes. Il y a beaucoup qui ont plutôt [des profils] relations internationales aussi, développement parfois. Finance aussi, oui. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

Pierre-Luc d'Autane, de Lime, développe un narratif similaire, récuse l'idée selon laquelle le champ de l'investissement d'impact serait dominé par des profils financiers, et se réjouit de la supposée convergence des mondes économiques et extra-économiques :

> « Non, je pense que tu as les deux. Si tu veux, il y a une espèce de convergence, dans l'impact investing. Tu as des financiers qui, heureusement, se redécouvrent une âme sociale et environnementale et puis tu as des acteurs traditionnellement dit de travail social qui se rendent compte qu'un des outils intéressants pour avoir un impact durable sur les communautés qu'ils aident, c'est l'investissement. Et donc, tu as cette espèce de convergence entre le travailleur social et le banquier qui se retrouvent quelque part dans l'impact investing. Et c'est fascinant. […] Tu as vraiment les deux profils dans le monde de l'impact investing aujourd'hui et je trouve ça très bien. Parce que ça se complémente et ces profils s'enrichissent mutuellement. […] Et donc on est vraiment à la croisée des chemins. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

Doit-on comprendre de ces extraits que le champ de l'impact investing genevois réunit des acteurs d'horizons et de milieux variés, plaçant les parcours financiers et extra-financiers à un même niveau d'importance, en termes numériques et en termes de légitimité ? D'autres extraits plaident pour une atténuation de cette hypothèse.

Par exemple, dans le même entretien, Pierre-Luc d'Autane revient sur l'importance de la variété des compétences dans l'impact investing, insistant sur la nécessité de coupler compétences financières et extra-financières. Toutefois, cet extrait lève le voile sur une autre hypothèse concernant la composition du champ ; celle d'un champ non pas caractérisé par une importante diversité de parcours, mais plutôt par la présence d'acteurs aux parcours individuellement diversifiés :

> « Tu peux pas t'inventer connaisseur de l'accès à l'énergie dans les régions hors-réseau, tu peux pas t'inventer connaisseur des technologies en matière de santé. […] En plus de la partie financière, les gens qui travaillent avec nous connaissent […] l'accès à l'énergie, connaissent la santé. Par exemple, le gestionnaire de notre fonds santé, c'est un docteur. Donc il a été praticien docteur pendant de nombreuses années. Il a bourlingué à travers toute l'Afrique, il a appris la finance et donc maintenant il est cette perle rare […] : un financier pointu, doublé d'un docteur, doublé de quelqu'un qui est fasciné par les nouvelles technologies en santé. Donc oui, tu as besoin de la connaissance du secteur et tu as besoin de la connaissance financière et c'est cette double capacité, si tu veux, qui est essentielle quand on recrute. Mais moi, mon premier filtre de recrutement, […] c'est la passion pour l'impact et la sincérité pour l'intérêt de la finalité de notre action. Ça ne m'intéresse pas d'engager des experts techniques. Ça ne m'intéresse pas d'engager des banquiers. Ça ne m'intéresse pas d'engager des *golden boys* de Goldman Sachs, de Morgan Stanley et d'UBS. J'en ai rien à faire de ça. La première chose dans leur

> curriculum qui m'intéresse, c'est : 'est-ce qu'ils sont sortis de leur zone de confort un jour, est-ce qu'ils se sont confrontés à la pauvreté d'une façon ou d'une autre un jour, est-ce qu'ils ont été faire un *extra mile*[215] au niveau du curriculum, est-ce qu'ils ont donné de leur temps, est-ce qu'ils ont montré une passion quelque part, est-ce qu'il y a un fil conducteur, même si parfois il n'est pas facile à trouver, est-ce qu'il y a quelque chose qui explique dans l'histoire de cette personne qu'elle va être passionnée pour le long terme dans l'impact ? De nouveau, avoir des praticiens, techniciens, froids, qui ne s'intéressent pas à la finalité mais simplement peut-être à l'argent, ou bien ils viennent parce qu'ils n'ont pas de boulot par ailleurs, ça, ça ne m'intéresse pas du tout. Donc le premier filtre, il est humain. Et après ça, évidemment, il faut qu'il touche en finance et dans le secteur dans lequel il veut travailler. Ça c'est mon critère de recrutement à moi. Et il est parfaitement subjectif. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

Dans l'exemple donné par Pierre-Luc d'Autane, ce qui est mis en avant est moins une diversité d'acteurs, qu'un acteur au profil diversifié : un médecin-financier. Dans la suite de cette section nous chercherons à objectiver les profils observables dans le champ des praticiens de l'impact investing en explorant l'hypothèse selon laquelle celui-ci ne présente pas une si grande diversité (ou polarisation) de profils, mais plutôt des profils individuellement diversifiés, dans lesquels la composante financière joue un rôle dominant.

Cette analyse des profils servira de base, dans les sections qui suivront, à l'examen du lien entre ces profils, et les moralités des pratiques observées dans le précédent chapitre. Nous nous demanderons ainsi comment ces moralités fragmentées peuvent s'expliquer à l'échelle des individus constituant le champ. Autrement dit, nous montrerons que les profils des acteurs possèdent des caractéristiques sociales dans lesquelles sont ancrées des conceptions morales individuelles, elles-mêmes supportant les moralités identifiées dans le chapitre 2. Nous résumons ci-dessous la logique de notre raisonnement (*cf. Fig. 49*) :

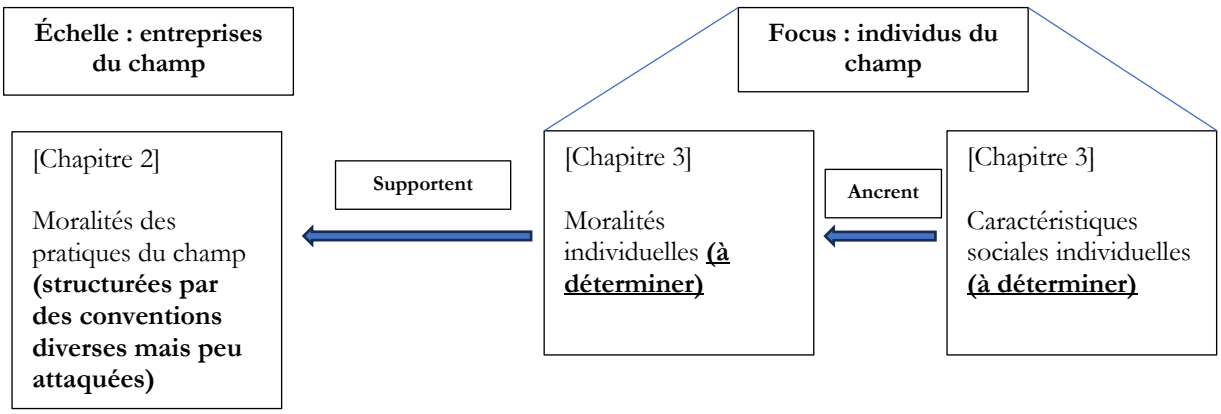


Figure 49 — Résumé de l'argument

[215] L'expression *« extra mile »* renvoie aux événements dans une carrière qui dépassent les seuls objectifs professionnels. Typiquement, il peut s'agir de s'engager dans des activités visant la réalisation d'une action sociale bénéfique, prendre des responsabilités supplémentaires dans l'entreprise, accomplir des résultats dépassant les demandes de l'employeur, etc.

Ainsi, alors que le chapitre 2 nous a permis d'identifier le contenu du bloc de gauche (les moralités des pratiques), ce chapitre visera à expliquer comment il est lié aux dimensions individuelles des acteurs. Nous commencerons donc par identifier leurs caractéristiques sociales, puis remonterons vers leurs moralités individuelles[216], ce qui nous permettra de comprendre comment celles-ci s'articulent avec les moralités des pratiques identifiées dans le chapitre 2.

b. Approche mixte

Pour répondre à ces questions et examiner ces hypothèses, nous nous appuierons principalement sur les données qualitatives récoltées. En effet, les entretiens semi-directifs réalisés auprès des acteurs du champ ont aussi souvent que possible intégré des questions sur les trajectoires individuelles—en particulier, scolaires et professionnelles—des enquêtés, permettant une compréhension fine de leurs parcours et du lien de ceux-ci avec leur place actuelle dans le champ genevois de l'impact investing. En complément de ces données qualitatives, nous nous appuierons sur une base de données formée de l'ensemble des individus travaillant dans les entreprises constituant le cœur de notre analyse, et dont les profils nous étaient accessibles *via* les méthodologies de collecte employées (*cf. infra*, méthodologie de la base de données).

L'utilisation de cette base de données présente l'avantage de permettre des analyses plus systématiques sur la population étudiée et de produire des arguments décrivant l'ensemble du champ. Elle offre ainsi l'opportunité de compléter utilement les données acquises dans les entretiens en en proposant des interprétations plus poussées, et en facilitant l'identification de *patterns* au sein de celles-ci. Toutefois, comme les aspects méthodologiques de cette base de données le suggèrent, cette dernière présente, à la fois en raison du mode de collecte de données et des choix de codage effectués, plusieurs limites, sur lesquelles nous reviendrons plus en détail dans la méthodologie. Premièrement, cette base de données ne permet pas d'inférer des résultats au-delà de la population qu'elle décrit. Autrement dit, les analyses statistiques effectuées ne doivent pas être interprétées au-delà du champ genevois. Deuxièmement, même en considérant le seul champ genevois, cette base ne contient pas une information exhaustive sur cet ensemble. La principale raison à cela réside dans l'incomplétude des données disponible sur ces acteurs et de l'asymétrie de ces dernières selon les différentes organisations observées—nous y revenons plus loin. Cela nous conduit à notre troisième point : comme c'est souvent le cas avec des bases de données examinant

[216] Par « moralités individuelles », nous faisons références aux conceptions et représentations individuelles ce qui est bon ou mauvais, souhaitable ou non. Cette approche de la moralité se rapporte ainsi à la « moralité de premier ordre », chez Gabriel Abend (2014), présentée en chapitre 2.

les trajectoires professionnelles et scolaires, cette base présente nécessairement des valeurs manquantes dans diverses variables observées, dont nous détaillons le traitement plus loin. Ces trois limites nous amènent à formuler une mise en garde sur le statut de cette base de données : si celle-ci nous permet d'identifier, de confirmer et de raffiner plusieurs hypothèses importantes portées par les données d'entretien, elle doit davantage être conçue comme une tentative d'objectivation de ces dernières, plutôt que comme une description systématique du champ.

À partir de ces données mixtes, nous élaborerons notre argument en deux temps. Tout d'abord, nous commencerons par caractériser les différents profils qui composent le champ de l'impact investing genevois. Cette première partie du chapitre s'appuiera à la fois sur les données quantitatives pour objectiver la structure de ces parcours, et sur la partie biographique des entretiens réalisés avec les acteurs pour expliquer leurs parcours individuels, et le lien de ces derniers avec les pratiques et moralités structurant le champ. En particulier, nous procéderons à ces analyses en questionnant l'équilibre entre les composantes financières et extra-financières de ces parcours. La deuxième partie du chapitre complexifiera les analyses conduites précédemment pour examiner les variations que ces profils reflètent à l'intérieur du champ. Autrement dit, nous nous demanderons si les différentes organisations actives dans la finance d'impact se distinguent, ou pas, par les profils des acteurs qui y travaillent. Cette approche nous permettra de lier la compréhension de l'organisation du champ et des moralités de ses pratiques à celle, mésosociale, des organisations, et, microsociale, des individus qui les constituent.

Méthodologie de la base de données

La base de données a été élaborée afin de renforcer, systématiser, et trianguler des résultats et hypothèses ayant émergé lors de la phase d'analyse des données qualitatives, sur les profils des acteurs constituant le champ et le positionnement de ces profils au sein de celui-ci. En suivant les conceptions de Lemercier et Picard (2012), nous avons constitué cette base dans une logique davantage analytique que descriptive. Autrement dit, nous avons commencé par réfléchir aux types de questions qu'une approche quantitative pourrait éclairer davantage. Nous avons ainsi fait le choix de nous focaliser sur l'examen des profils académiques et professionnels des acteurs du champ, pour en identifier les types principaux, leur répartition dans le champ, et renforcer des hypothèses concernant le lien entre ces types et les pratiques et moralités des praticiens de l'impact investing. C'est donc dans une perspective plus déductive qu'inductive que nous avons abordé la construction de la base, ce qui nous a permis de focaliser la collecte de données sur les axes d'intérêt de notre recherche.

Ainsi, davantage qu'une description extensive des biographies collectives du champ de l'impact investing à Genève, cette base de données a été élaborée comme un support à partir duquel il est possible de réaliser des analyses statistiques suffisamment robustes pour enrichir, objectiver ou affiner nos arguments. Pour atteindre cet objectif, nous avons identifié une stratégie de sélection de la population, des sources adéquates, et des choix méthodologiques adaptés aux objectifs des analyses quantitatives envisagées. Examinons ces choix et leurs implications.

Choix de la population et des sources

Le choix de la population d'une base de données est un enjeu central car il doit garantir un équilibre entre la pertinence et la faisabilité du projet (Lemercier et Picard, 2012). En d'autres termes, la population doit être suffisamment finement sélectionnée pour répondre aux questions de recherche identifiées, tout en restant accessible *via* les sources disponibles. Pour rester au plus près des questions de recherche générales de la thèse, nous avons sélectionné une population qui se rapproche le plus de celle à laquelle nous avons eu accès à travers les entretiens. Nous avons donc ciblé, pour l'élaboration de notre base, l'ensemble des individus disposant d'un emploi rémunéré dans les huit entreprises d'*asset management* d'impact investing qui constituent le cœur de notre terrain qualitatif. Ce choix présente à la fois des avantages méthodologiques et analytiques. Tout d'abord, il permet d'aborder des données déjà connues empiriquement grâce aux entretiens. Ensuite, il offre l'opportunité de traiter les questions de recherche selon les modalités exposées plus haut, à savoir l'approfondissement des analyses d'entretiens. En effet, une partie importante des individus interviewés sont présents dans une telle base de données et/ou ont de profils similaires aux autres individus présents dans la base. Cette continuité entre données et quantitatives et qualitatives permet de combiner les résultats produits à partir de ces deux méthodes, de les mettre en perspective, et d'en tirer des conclusions sur un même objet : le champ des praticiens de l'impact investing à Genève. Enfin, circonscrire cette base à ces huit organisations d'*asset management* nous permet de travailler en population quasi-totale[217]. N'étant pas un échantillon, cette base de données est un support adéquat pour réaliser des analyses descriptives disposant d'une portée analytique forte sur le champ que nous observons dans la thèse. Définir une telle population soulève cependant des questions concernant ses frontières, sa cohérence, et la validité des données qui permettent de l'objectiver (Marsden, 1990). Nous y faisons face en recourant à la fois à des choix

[217] Nous ne pouvons pas pour autant parler de population « totale » en raison de plusieurs biais excluant certains individus (*cf. supra*).

de sélection réalistes et nominalistes, au sens de Laumann, Marsden et Prensky (1989), qui y identifient différentes méthodes délimitant les frontières d'un réseau. Dans notre cas, d'une part, la population est circonscrite en suivant les catégories des acteurs, de façon *réaliste*, en utilisant comme unité d'analyse et de catégorisation l'entreprise à laquelle les individus appartiennent, ce qui nous permet alors d'étudier un réseau de relations définies par l'appartenance commune d'individus à des organisations. De surcroît, toutes ces organisations se réclament d'une même appartenance au mouvement de l'impact investing, et utilisent activement cette catégorie ; elles participent donc à une même *« activité »* (Laumann, Marsden et Prensky, 1989). Cependant, notre population est également construite selon des critères relatifs à nos questionnements théoriques. En particulier, comme expliqué en chapitre 1, nous n'intégrons pas toutes les entreprises financières conventionnelles de Genève qui proposent, à la marge, des produits dits à impact, mais seulement les entreprises dont l'ensemble de l'activité est consacrée à de tels produits. Ce choix *nominaliste* répond à des raisons de cohérence analytique et méthodologique ; il permet d'objectiver un champ clairement circonscrit dont les organisations ont des statuts et des activités comparables[218], et affine la sélection de la population au regard de nos objectifs conceptuels. Cette approche nous permet d'examiner quantitativement une population qui fait sens à la fois pour les acteurs étudiés et nos objectifs analytiques[219].

Sur le plan de la collecte de données, cette approche permet de circonscrire efficacement les sources utilisées et leur étendue (Lemercier et Picard, 2012). En ciblant cette population très définie, nous utilisons un nombre limité de sources, ce qui facilite la systématicité de la collecte d'informations. Pour ce qui est de l'identification des individus, nous nous en remettons principalement aux sites *web* desdites entreprises, qui ont l'avantage de lister de manière leurs membres, que ce soient les employés, les *managers*, la direction, ou encore les membres du conseil d'administration. Nous avons ainsi pu, dans un premier temps, délimiter clairement la population de notre base de données, en récoltant les noms de ces individus. Deux précisions méthodologiques s'imposent néanmoins ici. Premièrement, cette récolte systématique nous a conduits à entrer initialement des individus au statut particulier. Par exemple, certaines entreprises indiquent sur leur site *web* des stagiaires passagers, les collaborateurs administratifs, secrétaires, ou encore les conseillers juridiques. Si l'étude des parcours de ces différents acteurs et de leur place dans le champ présente un intérêt en tant que tel, leur prise en compte aurait compromis notre analyse, en raison de leur caractère

[218] Pour rappel, ce choix est étayé dans le chapitre 1.
[219] L'approche nominaliste se prolonge également dans la construction des variables qui décrivent cette population. Comme nous le montrons ci-dessous, ces variables répondent à des choix méthodologiques permettant de résumer les aspects de la population à prendre en compte dans notre analyse.

atypique et de leur lien indirect avec les activités d'investissement : ils ne font pas partie de la population d'intérêt[220]. En suivant les recommandations de Lemercier et Picard, nous avons donc choisi de définir un critère d'exclusion dans la délimitation de notre population : ne retenir que les acteurs exerçant un rôle direct lié à la conduite des activités d'investissement de l'entreprise. La population retenue pour cette base s'élève donc finalement à 187 individus. Deuxièmement, bien que les listes fournies par ces sites *web* soient très efficaces pour l'identification des individus de la base de données, elles reflètent des choix de présentation asymétriques des entreprises et posent donc des difficultés méthodologiques. En effet, selon la taille des entreprises considérées, l'extensivité des listes des membres de leur équipe varie. Dans le cas des petites structures, comme Regenae ou Transform, chaque employé est répertorié—jusqu'aux stagiaires, parfois ; alors que chez Green Lotus ou Harmony, seuls les individus à des postes décisionnaires sont renseignés, en raison des effectifs plus grands. En ce qui concerne Green Lotus et Harmony, une partie significative des employés n'a également pas pu être retenue dans notre base de données. Ces deux organisations, pionnières dans le champ, regroupent respectivement environ 135 et 150 employés. De toute évidence, nous n'avons pu accéder qu'à une fraction de ces profils. Mais cette limite méthodologique est à considérer à la lumière des trois points suivants :

1. Ces effectifs élevés sont à relativiser au regard de leur répartition dans des antennes à l'étranger. Green Lotus et Harmony ont respectivement 7 et 10 bureaux au total, dans le monde entier. Ainsi, une grande partie de leurs employés ont été recrutés dans ces pays, n'ont pas de lien avec l'écosystème genevois, et ne font pas partie du *scope* géographiquement localisé de notre analyse, comme précisé dans le chapitre 1 ;
2. Cette limite ne concerne que ces deux entreprises, en raison de leur statut particulier et de leur ancienneté dans le champ ;
3. Ces deux entreprises, en raison de leurs moyens supérieurs, ont recruté de nombreux employés qui n'occupent pas nécessairement des fonctions financières. En particulier, leur taille importante s'accompagne de départements juridiques plus développés, de moyens accrus pour les fonctions marketing et techniques. Ainsi, en nous focalisant sur les employés centraux de ces grandes entreprises, nous laissons de côté ces fonctions plus éloignées, et intégrons dans base de données des acteurs plus comparables à ceux que nous étudions dans les autres organisations (ceux qui occupent des fonctions financières, principalement).

[220] Nous avons d'ailleurs fondé ce choix d'exclusion en constatant que les parcours de ces acteurs, aussi bien professionnels que scolaires, tranchaient fortement avec ceux de leurs collègues prenant part directement au noyau dur des activités d'investissement.

Ainsi, cette limite ne rend pas caduque notre démarche, car elle permet la focalisation sur notre espace géographique d'intérêt, tout en limitant des comparaisons incohérentes entre les profils des différentes entreprises. De plus, en considérant l'extériorité géographique d'un grand nombre des acteurs exclus de notre base, le nombre d'individus manquants apparaît largement réduit. Le but n'est en effet pas de décrire tous les acteurs ayant de près ou de loin un lien avec les organisations étudiées, mais de comprendre la composition d'un espace géographiquement et analytiquement défini et du cœur de ces organisations. Ainsi, nous pouvons, avec une telle base de données, toujours prétendre à l'analyse d'une population quasi-totale, en partant du principe que cette population concerne les employés *basés à Genève,* et *occupant des fonctions financières*.

Toutefois, ces asymétries doivent être considérées dans notre analyse des résultats produits. Premièrement, gardons à l'esprit que ces différentes asymétries entraînent la perte d'une partie du champ. Il n'est pas possible de remédier à cette perte. Ainsi, il ne nous faut donc pas considérer que ces résultats reflètent le champ dans son entièreté, mais ils en intègrent une bonne partie. Notre base de données est donc à considérer comme une population quasi-totale ; elle n'est pas un échantillon à partir duquel nous ferions des inférences. Deuxièmement, cette asymétrie affecte la pertinence des comparaisons statistiques entre plusieurs entreprises du champ de tailles différentes. En effet, dans la mesure où les profils plus subalternes sont davantage rattachés aux petites entreprises, leur inclusion dans de telles comparaisons les biaise car les grandes entreprises n'ont pas d'équivalents subalternes de ces profils dans la base de données. Par conséquent, toute comparaison d'entreprises *via* les données de la base devra être étayée ou amendée par des données qualitatives.

Une fois la population circonscrite, nous avons identifié les sources auprès desquelles collecter les informations sur les individus. En gardant à l'esprit nos questions de recherche et leur thématique générale, nous avons identifié différentes sources potentiellement concluantes. Si les sites *web* des entreprises fournissent des listes d'individus, la présentation de ces derniers au sein de ces listes est très asymétrique et parfois inexistante. En effet, les informations fournies sont rarement systématiques et fonctionnent davantage comme une vitrine, pour l'entreprise, de ses employés ou dirigeants. En revanche, nous avons progressivement remarqué que la quasi-totalité des individus répertoriés possédaient des profils LinkedIn publics contenant des informations extensives sur leurs parcours scolaire et professionnel, correspondant à nos questions de recherche. Nous avons donc choisi d'en faire la source principale de notre collecte. Toutefois, malgré la richesse de cette source, divers travaux en sciences sociales ont attiré l'attention sur ses limites et les précautions à

prendre en l'utilisant. Ainsi, Bastin et Francony (2016) rappellent que les données entrées sur LinkedIn n'ont pas été produites par le chercheur à partir d'un questionnaire, qu'elles préexistent à la recherche, et remplissent d'autres fonctions que celle d'être utilisées dans une base prosopographique. En somme, elles sont, pour reprendre l'expression de ces auteurs, des *« traces »* d'utilisateurs, impliquant des variabilités dans leur extensivité, leur qualité, ou leur exactitude. En particulier, ces traces peuvent traduire un biais de désirabilité sociale (Grimm, 2010), conduisant les individus à réaliser des déclarations s'adaptant aux attentes supposées des personnes qui consulteront ces informations. Pour ces raisons, une analyse conduite sur une base faite de données collectées sur LinkedIn ne doit pas prétendre à une connaissance exacte des caractéristiques professionnelles de la population, mais plutôt à une esquisse de ces caractéristiques, sur la base des traces laissées volontairement (et parfois stratégiquement) par les acteurs qui la constituent. Bien qu'il ne soit pas possible de surmonter aisément ces difficultés, nous avons cherché à les atténuer. Ainsi, dans le cas de profils LinkedIn manifestement incomplets ou laconiques, ou d'absence de profils LinkedIn, nous avons cherché à compléter les données à partir de deux sources secondaires : 1) les biographies présentes sur les sites *web* des entreprises ; 2) la recherche d'informations dans des articles de presse, dans la mesure où plusieurs individus, de notoriété publique, ont fait l'objet de tels articles. Toutefois, ce choix soulève la question de la comparabilité de ces sources, et des biais que leur recombinaison peut impliquer (Lemercier, Zalc et Goldhammer, 2019). Pour éviter cet écueil et contrôler les conséquences de ce choix, nous avons, à la fin de l'élaboration de la base, évalué statistiquement la corrélation entre la présence de données de sources non-LinkedIn chez un individu et les autres variables d'intérêt. Cet examen a révélé de faibles corrélations (toujours comprises entre -0,3 et 0,3), à l'exception de la variable de l'âge : la présence de données de sources non-LinkedIn est modérément positivement corrélée (0,58) à la présence d'une valeur manquante pour la variable « âge », ainsi que, très légèrement, à des valeurs manquantes pour des données sur les parcours scolaires, dans deux variables que nous présentons plus loin, **EDU_FINANCE** et **EDU_NONFINANCE**, respectivement avec des corrélations de 0,30 et 0,31. Nous avons complété cet examen des corrélations avec une analyse de la distribution des différentes variables, selon que les données proviennent ou pas de LinkedIn. Cette analyse confirme que la présence de données hors LinkedIn est principalement associée à une valeur manquante dans la variable de l'âge, et dans une moindre mesure, dans les variables portant sur les parcours scolaires. Ceci s'explique notamment par le fait que la plupart des données hors LinkedIn ne fournissaient généralement pas d'éléments suffisamment datés pour estimer l'âge des individus. Par ailleurs, nous verrons plus bas que l'absence de ces éléments datés concerne essentiellement des individus qui

semblent plus âgés[221], et qui remplissent leurs profils de manière moins exhaustive. Cela pourrait expliquer l'absence ponctuelle de données sur l'éducation. Cette absence peut aussi hypothétiquement être rapprochée d'une évolution générationnelle dans les parcours scolaires, et notamment d'un phénomène de *managerialisation* (Bühlmann, David et Mach, 2012) associé à la possession de plus en plus fréquente d'un MBA chez les *business elites* en Suisse, et très présente chez les individus de notre base de données. Ainsi, la présence de données hors LinkedIn pourrait être essentiellement liée à des individus plus âgés. En dehors de cela, la combinaison de ces sources ne paraît pas, au regard de la matrice des corrélations, poser un important biais statistique.

Collecte des données et codage

À partir des sources identifiées, nous avons mis en œuvre un processus de collecte de données ciblé sur les thématiques de nos questions de recherche en récupérant systématiquement les informations suivantes :

- Genre ;
- Entreprise actuelle ;
- Poste occupé au sein de l'entreprise actuelle ;
- Organisations fréquentées par le passé (emploi rémunéré et/ou stage/bénévolat de plus de six mois) ;
- Deux derniers diplômes de l'enseignement supérieur obtenus (MBA inclus) et les établissements dans lesquels ils ont été obtenus.

Le nombre réduit d'informations collectées pour chaque individu a facilité la systématicité de la collecte. Celle-ci a été réalisée de manière extensive et, la plupart du temps, dans *« le langage de la source »* pour éviter les erreurs d'interprétation ultérieures (Lemercier et Picard, 2012 ; Lemercier et Zalc, 2019). Autrement dit, nous avons reporté dans un tableur Excel, pour chaque ligne correspondant à un individu, ces informations, le plus souvent non altérées par rapport à leur présentation dans la source originale. Compte tenu de la petite taille de la base de données et du nombre restreint d'informations récoltées, nous n'avons pas jugé nécessaire d'utiliser des logiciels complémentaires pour organiser la collecte, et avons directement fait le choix d'un tableur Excel. Ceci nous a d'ailleurs ensuite permis d'exécuter immédiatement des analyses statistiques sur ces données grâce à l'extension XLStat—nous y revenons plus loin.

[221] Voir la section « traitement des valeurs manquantes », où nous expliquons ce phénomène.

Une fois ces informations obtenues, nous les avons catégorisées et élaboré des variables sur lesquelles réaliser ultérieurement des analyses. Comme le rappellent Lemercier et Zalc (2019), la catégorisation des informations et la mise en variables est une étape comportant une importante dimension interprétative. Les auteures insistent notamment sur l'arbitrage que le chercheur doit opérer entre la reprise de catégories déjà existantes (par exemple, les classifications des professions selon l'INSEE), et l'élaboration de ses propres regroupements, en fonction des questions de recherche posées (Desrosières, 1990). Compte tenu du rôle de ces données dans notre analyse et du fait qu'elles ont vocation à mettre en perspective des résultats et hypothèses déjà explorées *via* l'approche qualitative, nous avons jugé pertinent d'élaborer nos propres catégories et codages. Ce faisant, nous avons, par ce biais, ciblé directement les variables susceptibles d'éclairer nos résultats.

D'abord, nous avons déterminé quelques variables de base, qui permettent de stratifier notre base de données :

- Genre : Homme/Femme ;
- Entreprise actuelle ;
- Rang dans l'entreprise actuelle : 1 (pour les échelons les plus hauts de l'entreprise, par exemple, les membres du CA) à 4 (pour les échelons subalternes, par exemple, les employés *junior*). Nous avons également regroupé les membres des conseils d'administration—initialement inclus dans la catégorie 1—sous une modalité distincte (codée **0**). Ce choix est lié à la présence d'individus aux parcours plus atypiques au sein de ces fonctions, ne possédant pas forcément de formation ou parcours dans la finance, et appartenant à des milieux qui lui sont parfois externes (éducation, recherche, secteur public…). Nous avons ensuite regroupé les catégories 3 et 4 en raison d'un nombre très faible d'individus dans la catégorie 4[222]. Les modalités sont alors au nombre de 4 et s'échelonnent alors de **0** à **3** ;
- Âge.

Pour déterminer l'âge, nous avons établi des estimations en fonction de la date d'obtention des diplômes, souvent indiquée sur LinkedIn. Dans tous les cas, nous avons d'abord cherché à dater l'obtention des diplômes les plus anciens. En effet, nous sommes partis du principe que, plus un individu avance dans sa scolarité, plus son parcours est susceptible de présenter des discontinuités (année sabbatique, stage, réorientation, etc.) pouvant biaiser le calcul. Ainsi, il est plus sûr d'évaluer

[222] Nous discutons ce biais plus haut, dans la présentation du choix de la population et des sources.

l'âge à partir de l'obtention de la licence (ou bachelor), que du master, ou encore du doctorat (idéalement, le mieux est de dater à partir de l'obtention du baccalauréat, ou équivalent). Nous avons donc effectué ces calculs en estimant l'âge attendu que les individus ont au moment de l'obtention de ces diplômes : bachelor, 22 ans ; master, 25 ans (24 ans + 1, car il est courant que les individus connaissent une discontinuité dans leur parcours scolaire au stade du master). Bien sûr, cette approche reste approximative car elle ne permet pas de prendre en compte les variabilités individuelles, régionales, disciplinaires impactant l'âge d'obtention de ces diplômes.

Ensuite, nous avons établi des variables d'intérêt sur lesquelles portent nos questions de recherche. Elles ont été établies à partir des informations récoltées sur les parcours professionnels et scolaires des enquêtés ; elles sont codées sous la forme de variables dichotomiques. Pour faciliter la lecture, les variables avec le préfixe « PRO » désignent le parcours professionnel des acteurs, celles avec le préfixe « EDU » concernent leur éducation, *i.e.*, leur parcours académique :

- **PRO_DURABLE**—L'individu a-t-il auparavant travaillé à des postes impliquant une pratique dite durable de la finance, ou qui en font la promotion ? (Oui/Non) [N. B. : On entend ici « finance durable » au sens large, en incluant donc notamment les approches ISR ou ESG d'institutions financières *mainstream*, ainsi que les associations professionnelles faisant la promotion de ce type d'approches] ;
- **PRO_CONVENTIONNEL**—L'individu a-t-il auparavant travaillé à des postes impliquant une pratique conventionnelle de la finance (sans dimension durable, de développement, ou de finance territoriale revendiquée), que ce soit au sein d'une banque, d'une institution financière, d'une assurance, ou encore d'un cabinet de conseil ? (Oui/Non) ;
- **PRO_ONG**—L'individu a-t-il auparavant travaillé à un poste au sein d'une ONG ou plus généralement d'une association à but non lucratif, et non liée à la promotion d'une activité lucrative ? (Oui/Non) ;
- **PRO_DÉVELOPPEMENT**—L'individu a-t-il auparavant travaillé à un poste au sein d'une institution financière avec une dimension de développement, ou une banque locale axant ses activités sur le développement d'un territoire[223] ? (Oui/Non)

[223] Le fait de regrouper sous une même catégorie banques locales (cantonales, régionales etc.) et institutions financières de développement répond aussi à un enjeu méthodologique : la catégorie « banques locales » contient peu d'observations et son isolement compliquerait l'analyse quantitative. De tels regroupements sont recommandés en vue de la réalisation d'analyses factorielles, car ils évitent de les parasiter avec des *« phénomènes ponctuels »* (Escofier et Pagès, 2008, p. 93).

- **PRO_PUBLIC**—L'individu a-t-il auparavant travaillé à un poste au sein d'un organisme public, gouvernemental, ou d'une organisation internationale ? (Oui/Non)
- **EDU_FINANCE**—Les diplômes de l'individu ont-ils été obtenus *exclusivement* dans des parcours financiers classiques (management, finance, business, économie, comptabilité) ? (Oui/Non)
- **EDU_NONFINANCE**—Les diplômes de l'individu ont-ils été obtenus dans des parcours n'incluant aucune des disciplines classiques des parcours financiers (management, finance, business, économie, comptabilité) ? (Oui/Non)

Traitement des valeurs manquantes

D'abord, la variable de l'âge (**AGE**) présente un nombre important de valeurs manquantes (26,20%). En effet, dans la collecte, si les données de diplômes sont mal renseignées ou non datées, il n'est pas possible d'estimer l'âge. Concernant les variables d'intérêt, elles ne présentent pas de valeur manquante, à l'exception des variables **EDU_FINANCE** et **EDU_NONFINANCE** (environ 13% pour chaque), en raison de certains profils ne divulguant pas les parcours scolaires suivis. La stratégie choisie pour le traitement de ces valeurs manquantes dépend à la fois de leur quantité et de leur répartition.

En ce qui concerne l'âge, comme mentionné plus haut, nous faisons l'hypothèse que ces valeurs manquantes se retrouvent principalement chez les individus les plus âgés de la population, dans la mesure où nous avons noté que les profils de ces personnes témoignent d'une apparence physique plus âgée, ou d'expériences professionnelles anciennes. De plus, nous avons examiné les résultats du test exact de Fisher : ceux-ci révèlent que les valeurs manquantes de la variable **AGE** sont significativement et positivement corrélées à des parcours excluant toute expérience dans la finance durable, mais peuvent inclure des expériences hors de la finance. Ceci nous paraît compatible avec l'hypothèse d'une corrélation avec des profils plus âgés, ayant suivi des parcours plus traditionnels, à une époque où la finance durable était moins développée. Enfin, en raison de la quantité importante de ces valeurs manquantes, nous ne pouvons pas les ignorer, et le choix d'une technique d'imputation pourrait présenter des biais sur une telle quantité de valeurs. Il nous a donc semblé plus prudent de créer une catégorie à part entière pour ces valeurs manquantes, appelée « MQ ». En raison de ces choix méthodologiques, la variable de l'âge est codée comme une variable catégorielle, selon les tranches suivantes : < 40 ans, 40-49 ans, 50-59 ans, > 59 ans, MQ.

Pour ce qui est des autres variables (**EDU_FINANCE et EDU_NONFINANCE**), la question de l'utilisation de techniques d'imputation peut se poser, en raison de la quantité plus faible de valeurs manquantes. Les résultats des tests exacts de Fisher révèlent des corrélations significatives et positives avec des profils positionnés à un rang élevé dans l'entreprise, sans passage préalable dans la finance durable, et avec des passages préalables dans la finance conventionnelle. De plus, des corrélations significatives sont aussi observables entre les valeurs manquantes des variables **AGE**, **EDU_FINANCE**, et **EDU_NONFINANCE**. Nous notons donc que les valeurs manquantes dans ces deux dernières variables pourraient être en partie approximées par des variables déjà présentes dans les données : la variable **AGE** (en particulier par la modalité MQ, maintenant codée à part entière), les variables **PRO_CONVENTIONNEL**, **EDU_FINANCE**[224], et celle du rang dans l'entreprise. Toutefois, nous avons également observé une corrélation légère entre l'absence de réponse pour ces variables scolaires et l'utilisation de sources hors LinkedIn. Ceci attire ainsi notre attention sur une incomplétude des informations pour ces variables qui reste difficile à expliquer avec certitude. Comme mentionné plus haut, celle-ci peut s'expliquer par la non-utilisation de LinkedIn plus fréquente chez ces acteurs (les données sont donc extraites d'autres sources moins propices à la mention des diplômes). Il se peut aussi que cette information soit jugée non pertinente pour les individus. Cette éventualité est d'ailleurs corroborée par notre hypothèse (*cf. supra*) selon laquelle ces individus seraient plus âgés et dont les parcours seraient moins définis par des diplômes spécifiques. Dans ce contexte, une imputation pourrait attribuer à ces variables des modalités qui sont approximées d'une manière qui n'a pas forcément de sens au regard des profils et choix des individus en question. Pour cette raison, nous évitons l'imputation pour ces variables, et regroupons les valeurs manquantes dans une catégorie « MQ », comme nous l'avons fait pour l'âge. À toutes fins utiles, nous proposons néanmoins en annexe la présentation de certains résultats statistiques reposant sur une imputation des valeurs manquantes pour **EDU_FINANCE**, si le lecteur souhaite examiner leur structure sans l'influence d'une catégorie MQ (*cf. Annexe 4*).

Analyses effectuées

Comme précisé, les analyses que nous effectuons sur cette base de données ne visent pas à extrapoler des résultats à une plus grande population, mais à décrire analytiquement une population spécifique et en grande partie capturée par nos données, nous permettant de travailler en population

[224] Ce qui est cohérent, puisque **EDU_FINANCE** possède également des valeurs manquantes.

quasi-totale. Sans prétendre à l'exhaustivité, cette base nous permet d'atteindre une certaine saturation dans l'analyse des individus qui la composent.

Tout d'abord, nous utilisons des analyses descriptives (tris à plat, tris croisés). Celles-ci permettent d'évaluer la constitution de la population, la répartition des modalités au sein de cette dernière, et l'identification de groupes d'individus selon ces modalités, ainsi que leur prépondérance. Ensuite, nous effectuons une analyse factorielle des correspondances multiples (ACM), dans le but d'affiner l'analyse de ces groupes, et de mieux comprendre les relations (proximités, oppositions) qui unissent les modalités observées. L'ACM permet de projeter dans un espace vectoriel un ensemble d'individus en fonction de leurs caractéristiques (modalités, *i.e.*, réponses à des variables catégorielles). L'interprétation de cette projection est réalisée en sélectionnant deux vecteurs à la fois (deux axes), permettant d'observer un espace en deux dimensions où les distances entre les individus et leurs modalités peuvent être appréciées. Comme le rappellent Escofier et Pagès (2008, p. 85-90), ces distances renseignent à la fois sur les groupes d'individus et leurs polarisations, et sur les modalités qui les unissent ou les éloignent : des individus proches sur le plan tendent à posséder plus de modalités en commun ; et symétriquement, des modalités proches sur le plan tendent à être observées simultanément chez les mêmes individus. Dans notre analyse, nous utiliserons principalement l'ACM pour observer les groupes de modalités qui se constituent.

Pour mener ces analyses, nous utilisons le logiciel XLStat. Il s'agit d'une extension pour Microsoft Excel permettant d'exécuter des analyses statistiques sur des données Excel organisées sous la forme d'un tableau individus (lignes)/variables (colonnes).

Limites méthodologiques

Concernant les valeurs manquantes. Ce choix nous paraît satisfaisant compte tenu du contexte et de nos hypothèses, mais ne peut pas garantir l'absence d'erreurs ou de biais. Compte tenu de ces limites, nous choisissons de mener des analyses statistiques descriptives visant davantage à l'exploration des données qu'à l'étude de causalités entre les variables. Ce faisant, nous évitons de placer trop de poids sur les potentiels biais présents dans les données collectées, recodées et transformées. De plus, la variable contenant le plus de valeurs manquantes (**AGE**) n'est pas prise comme variable active dans l'ACM, où elle est une variable illustrative—ses potentiels biais n'influencent donc pas les interprétations que l'on en fait.

Concernant la structure de la base de données. Au-delà des incertitudes sur la précision et la qualité des données collectées, nous attirons l'attention sur le fait que les observations (individus) constituant la base de données appartiennent à 8 organisations différentes. Par conséquent, la base possède une structure hiérarchique (*nested data*) qui, en raison d'effets de clusters, ne peut pas garantir le principe d'indépendance des observations. Ainsi, ces données se prêtent difficilement à des modèles standards de régression, fortement dépendants de ce principe[225]. Pour cette raison également, nous travaillons à partir d'analyses descriptives peu sensibles à cette structure de données. Malgré ces précautions, il conviendra de prendre en compte la dimension hiérarchique des données, qui pourra se refléter dans les résultats des analyses effectuées.

c. Des parcours financiers parsemés d'expériences extra-financières ?

Remarque : dans les analyses quantitatives présentées ci-dessous (tableaux et graphiques), les noms des organisations étudiées sont abrégés comme suit :

- Green Lotus → GRL
- Harmony → HAR
- Lime → LIM
- Transform → TRS
- Hecate → HCT
- Regenae → RGN
- Steelax → STX
- Omnis → OMN

Le lecteur pourra accéder aux statistiques descriptives générales de la base de données en annexe (*cf. Annexe 3*).

Statistiques descriptives univariées

Les statistiques descriptives sur ces données établissent plusieurs résultats concernant les profils de ces acteurs. Tout d'abord, elles mettent en évidence une imprégnation très forte de parcours scolaires « orthodoxes ». Le concept d'orthodoxie est issu de la sociologie bourdieusienne (voir notamment Bourdieu, 1979, 1992), et renvoie aux caractéristiques, pratiques et représentations

[225] Des modèles de régression multiniveau pourraient surmonter cette difficulté (Givord et Guillerm, 2016). Toutefois, la taille de notre base de données pourrait être insuffisante pour une application fiable de telles méthodes.

sociales qui se conforment aux attentes dominantes dans un champ. Ainsi, dans un champ financier, un parcours scolaire orthodoxe comporte des formations et diplômes généralement acceptées comme constitutives d'une trajectoire normale pour un acteur financier. Jusqu'à présent, notre approche du champ a principalement suivi une conception fligsteinienne, concentrée sur les organisations qui s'y installent et y luttent stratégiquement pour la mise en avant de leurs intérêts. Si le champ d'action stratégique de Fligstein et McAdam (2011) a permis d'examiner les modalités de son émergence endogène, et du déploiement des moralités de ses pratiques, une approche empruntant davantage à Bourdieu nous est ici plus utile pour identifier le substrat de ces moralités, mais cette fois, au niveau des individus (*cf.* Encadré 3, *infra*). Ainsi, le concept d'orthodoxie (opposé à l'hétérodoxie) ne renvoie pas tant, dans ce chapitre, à la positionnalité des individus dans le champ, mais davantage à leur conformité à certains types de parcours que nous présentons plus bas. Autrement dit, il est important de distinguer l'orthodoxie de l'endogénéité ou du statut d'*incumbent*. Un individu peut, par son parcours, se conformer tout à fait aux attentes du champ global de la finance à Genève, mais, par ses relations, ressources, et intérêts, ne pas y occuper une position dominante. Notre discussion de l'orthodoxie des acteurs vise alors moins à les positionner selon les catégories fligsteiniennes, mais plutôt à comprendre leurs caractéristiques individuelles.

La notion d'orthodoxie (qui trouve son contraire dans le concept d'hétérodoxie) a été reprise par Bühlmann *et al.* (2018, p. 457), qui l'utilisent pour parler des parcours les plus dominants et répandus au sein des élites managériales européennes. Par transposition, dans la population étudiée ici, les parcours orthodoxes sont ceux qui incluent des qualifications de l'enseignement supérieur (essentiellement des masters et MBA) en *business studies*, c'est-à-dire qui couvrent des disciplines telles que la finance, l'économie, le management, la comptabilité (notamment financière) ou encore le marketing. Bühlmann *et al.* (2018) intègrent à ces parcours orthodoxes les diplômes de droit, qui ont été, depuis la fin du XX° siècle, très caractéristiques des trajectoires des élites commerciales suisses, en particulier au sein du secteur financier (Bühlmann, David et Mach, 2012). Toutefois, ces études montrent aussi que ce modèle s'est en partie érodé à la faveur de parcours internationalisés faisant une plus grande place à des parcours en *business studies*, notamment avec l'obtention de MBA, en particulier chez les individus les plus jeunes. Dans le cas de notre population—qui n'est pas uniquement constituée d'individus occupant des postes élevés au sein des entreprises—, ce sont bien ces parcours en *business* qui sont dominants, et que nous qualifierons d'orthodoxes[226]. Ainsi, les parcours scolaires orthodoxes (*i.e.*, incluant au moins une composante *business studies*)

[226] Nous ne considérerons donc pas ici le droit comme une composante de ces parcours orthodoxes, puisque les parcours incluant des diplômes en droit ne représentant que 16 individus, c'est-à-dire 8,55% de la population.

représentent environ 72% des effectifs (*cf. Fig. 54*). Cette domination des études de commerce est en réalité encore plus frappante : 47% des individus de la base déclarent un parcours dans l'enseignement supérieur n'incluant *que* des diplômes rattachables à la catégorie *business studies*.

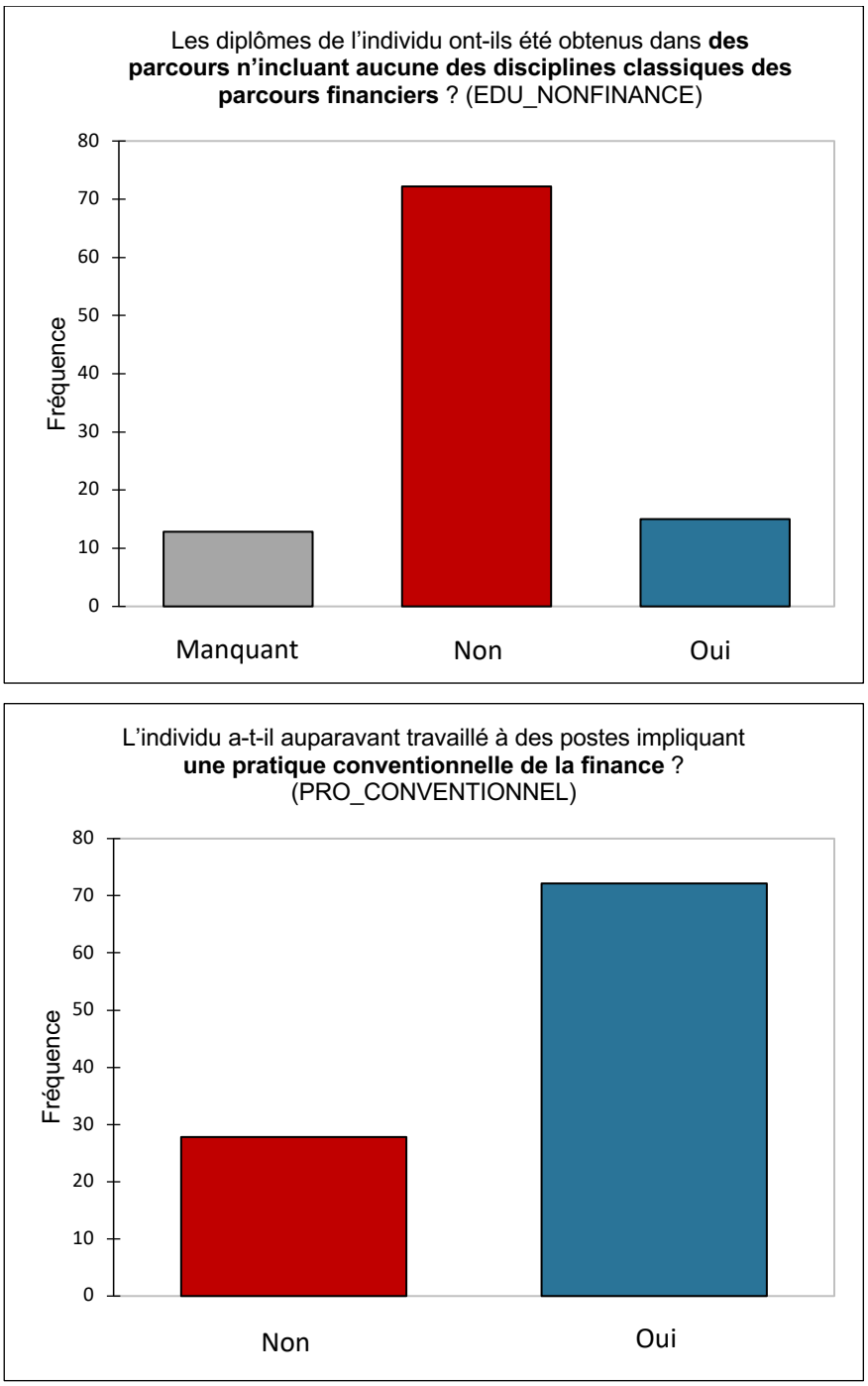


Figure 50 — Domination des parcours orthodoxes

Cette domination de parcours commerciaux et financiers est également observable au sein des expériences professionnelles rapportées par les enquêtés, auxquelles nous appliquons la même distinction orthodoxe/hétérodoxe : ici, un parcours orthodoxe renvoie à des expériences dans la

finance conventionnelle, et nous qualifions d'hétérodoxes les parcours qui s'éloignent de ces expériences typiques. Nous avons cherché à évaluer la proportion d'individus déclarant avoir, par le passé, occupé un poste rémunéré dans des institutions financières conventionnelles, c'est-à-dire des banques, gestionnaires d'actifs ou assurances ne revendiquant pas des stratégies d'investissement intégrant des critères extra-financiers (ISR, ESG, impact investing…). Les données révèlent ainsi une écrasante majorité (72%, *cf. Fig. 50*) de parcours professionnels de ce type[227]. En somme, ces premières observations montrent qu'il existe un type de parcours académique et professionnel orthodoxe clairement défini, se caractérisant par un ancrage fort dans des disciplines commerciales et des expériences antérieures dans la finance classique. D'ailleurs, les parcours professionnels orthodoxes et académiques orthodoxes sont souvent observés ensemble : 77% des individus avec un parcours professionnel orthodoxe ont aussi un parcours académique orthodoxe, et, symétriquement, 90% des individus avec un parcours académique orthodoxe ont aussi un parcours professionnel orthodoxe. Ce résultat permet d'ores et déjà de moduler, ou *a minima* de questionner, la thèse d'un champ de l'impact investing genevois mixte, et sans domination des logiques et compétences financières.

Mais qu'en est-il alors de la supposée présence de composantes extra-finance conventionnelle (nous les qualifierons d'hétérodoxes) dans ces parcours ? Pour répondre à cette question, examinons les statistiques descriptives sur les expériences professionnelles hétérodoxes des individus de la base de données. Pour cela, nous avons distingué quatre variables d'intérêt[228], renvoyant à quatre types d'institutions hétérodoxes fréquentées : 1) institutions financières à prétention durable, 2) ONG, 3) organisme publique/gouvernemental/organisation internationale, 4) institution financière de développement/banque locale. Compte tenu de la nette prédominance des composantes commerciales et financières dans le champ, nous pourrions nous attendre à de faibles proportions au sein de ces catégories ; pourtant, le constat est plus nuancé.

[227] En d'autres termes, ces profils ont connu au moins une expérience préalable dans la finance conventionnelle. Ils peuvent néanmoins aussi avoir eu des expériences dans la finance durable.

[228] Nous avions initialement également observé les éventuels liens des individus avec des fondations, mais deux principales raisons nous ont conduits à ne pas considérer cette variable dans notre analyse : 1) seuls 12% des individus entretenaient de tels liens, et 2) ces liens ne traduisaient pas forcément une expérience professionnelle, mais pouvaient aussi renvoyer à un schéma classique, celui de l'engagement financier d'individus fortunés dans des fondations.

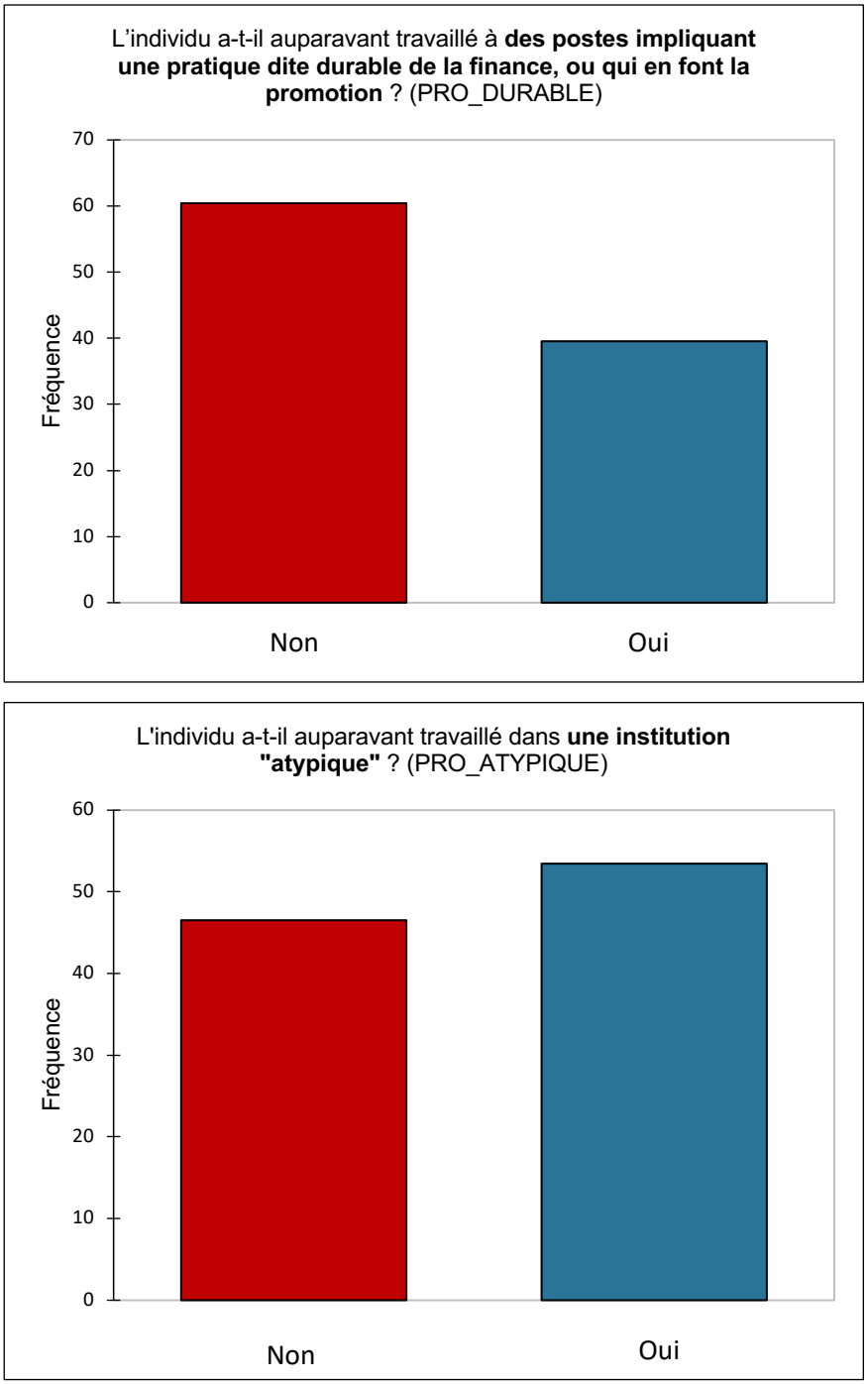


Figure 51 — Présence de composantes hétérodoxes dans les parcours

Tout d'abord, il est utile de constater que, malgré des expériences professionnelles antérieures dans la finance conventionnelle, une part importante des individus (près de 40%, *cf. Fig. 51*) déclare avoir précédemment occupé un poste dans la finance durable. Ensuite, pour ce qui est des expériences atypiques, on observe des proportions non négligeables d'individus ayant occupé des postes dans des ONG (23%), institutions de développement et apparentées (15%), ou institutions publiques et apparentées (24%). Ainsi, en agrégeant ces trois variables au sein d'une nouvelle variable,

PRO_ATYPIQUE, on constate que plus de la moitié des individus (53%) ont travaillé dans au moins une des institutions que nous qualifierons d'atypiques (*cf. Fig. 51*). Autrement dit, la variable **PRO_ATYPIQUE** est dichotomique : elle prend la modalité « Oui » si l'individu a occupé des postes dans les institutions atypiques mentionnées ci-dessous, et « Non », dans le cas contraire.

En fin de compte, si ces données descriptives traduisent une nette domination de parcours orthodoxes à forte composante *business* et finance, elles conduisent aussi à interroger la présence de dimensions extra-financières et hétérodoxes au sein de ceux-ci, tranchant avec les profils des élites financières suisses traditionnelles déjà étudiées par la littérature (Bühlmann, David et Mach, 2012 ; Bühlmann, Davoine et Ravasi, 2018). Pour analyser et affiner ces résultats, nous proposons de compléter ces statistiques descriptives avec une analyse factorielle des correspondances multiples (ACM).

Analyse factorielle

Le but d'une telle analyse consiste à identifier les proximités entre les modalités des variables d'intérêt et à identifier des groupes d'individus chez lesquels ces différentes modalités sont observées simultanément. Ainsi, nous pourrons déterminer si les variations entre parcours orthodoxes et hétérodoxes renvoient (ou pas) à une bipartition claire du champ de l'impact investing genevois, et, le cas échéant, nous pourrons en déterminer les caractéristiques. Dans cette perspective, nous avons exécuté une ACM prenant pour variables actives celles que nous avons présentées plus haut. Nous attirons à nouveau l'attention sur la structure hiérarchique (*nested*) des données de notre base. Si cette particularité n'invalide pas le principe de l'ACM, elle nous conduit à prendre en compte le fait que ses résultats peuvent refléter des variations inter-organisationnelles. Dans cette section, nous nous concentrerons sur l'ensemble du champ, mais nous examinerons ces variations inter-organisationnelles plus loin dans le chapitre en utilisant l'organisation d'appartenance des individus comme variable illustrative.

Choix des axes d'analyse

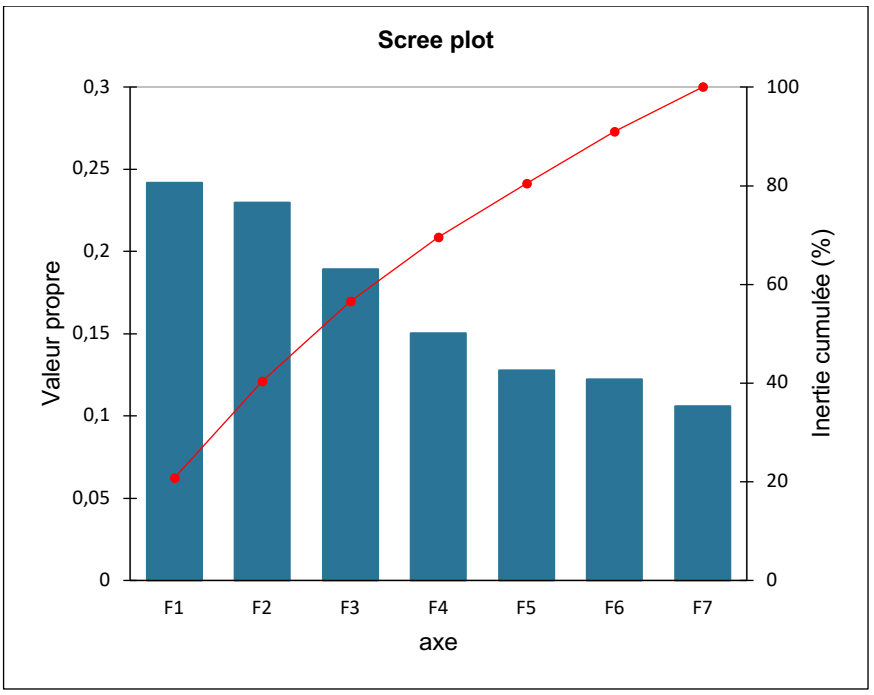


Figure 52 — Valeurs propres et inertie cumulée, axes 1 à 6

Nous analyserons les axes 1 et 2, qui résument le mieux nos données. D'abord, la combinaison des axes 1 et 2 atteint environ 40% d'inertie cumulée, ce qui octroie à l'analyse une portée explicative satisfaisante. Ensuite, les tests réalisés avec la prise en compte de l'axe 3 se sont révélés peu concluants, en raison d'une interprétation difficile de cet axe dans la représentation graphique. Cette difficulté est d'ailleurs susceptible d'être liée à la surdétermination de l'axe 3 par la modalité **Oui-PRO_DÉVELOPPEMENT**, qui y contribue pour plus de 50% (*cf. Annexe 5*), écrasant de ce fait les autres variables d'intérêt. En ce qui concerne les axes 4, 5 et 6, le graphique des valeurs propres (*cf. Fig. 52*) fait nettement apparaître une rupture, un « coude » entre l'axe 3 et l'axe 4, signalant une baisse importante de la variance expliquée. Nous choisissons donc de nous concentrer sur les deux premiers axes.

Analyse du plan factoriel

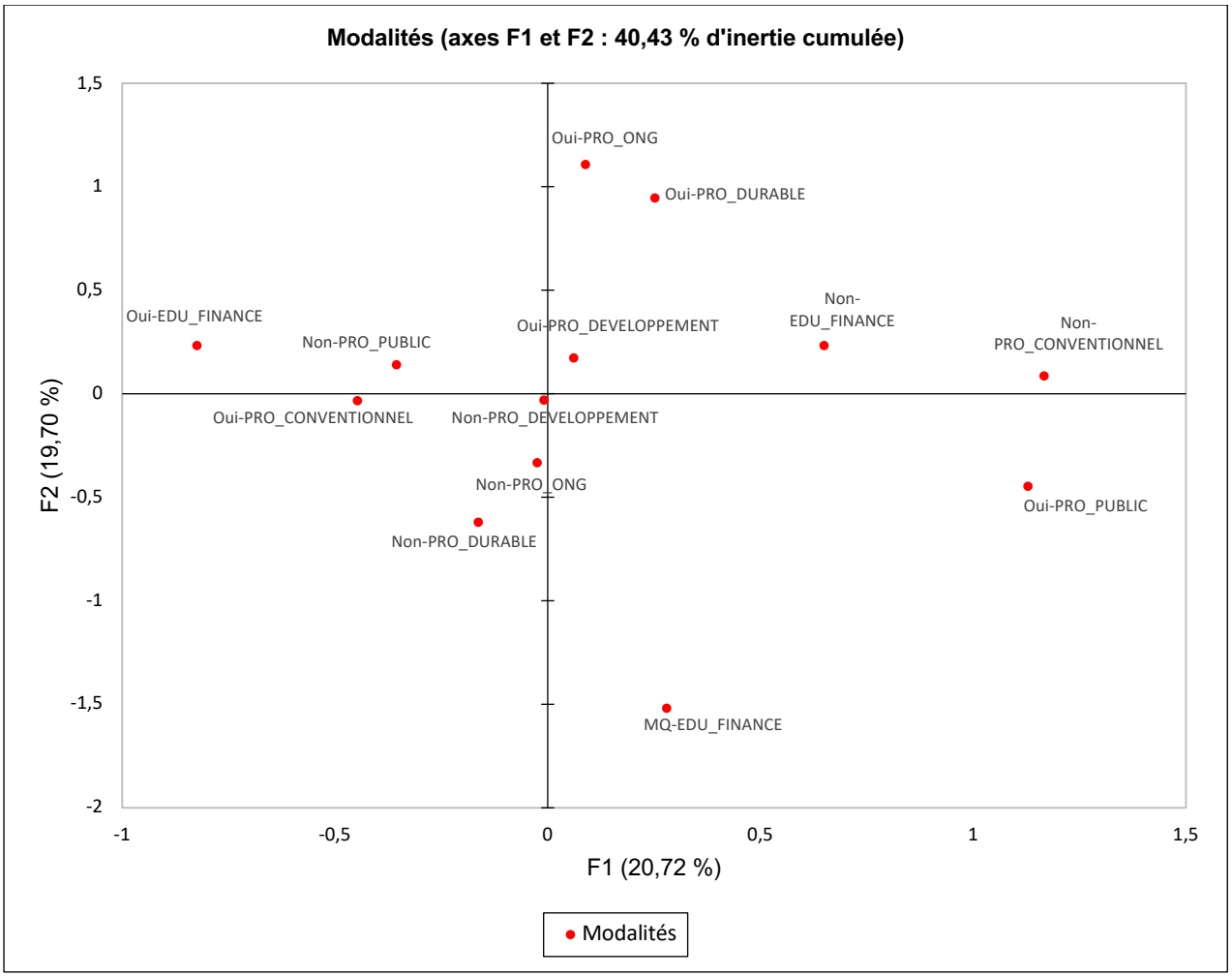


Figure 53 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives

N.B. : À toutes fins utiles, nous proposons en annexe une version de cette ACM pour laquelle les valeurs manquantes de **EDU_FINANCE** ont été imputées. À l'exception du point **MQ-EDU_FINANCE**, cette version avec imputation présente une structure du plan similaire à celui présenté ci-dessus (*cf. Annexe 4*).

Cette ACM (*cf. Fig. 53*) est constituée de deux axes qui permettent de caractériser le rapport des individus à la dichotomie parcours orthodoxes/hétérodoxes. L'axe 1 (horizontal) est celui dont la portée explicative est la plus grande : il distingue les modalités purement orthodoxes (à gauche du plan) des autres modalités, incluant des composantes extra-financières (à droite). Des profils situés très à gauche du plan se caractériseraient ainsi par un parcours scolaire et professionnel que nous qualifierons d'ultra-orthodoxe, l'absence d'expériences dans des organismes publics ou apparentés, et la présence d'expériences antérieures dans la finance conventionnelle—les contributions de ces trois variables sont déterminantes pour cet axe. À l'inverse, les modalités situées sur la droite du

plan factoriel sont moins orthodoxes et sont exactement opposées à celles que nous venons de citer. L'axe 2 est principalement déterminé par l'opposition entre, d'une part, la présence d'expériences dans des ONG et au sein de la finance durable (haut du plan), et d'autre part, l'absence de telles expériences (bas du plan). Ces deux variables permettent ainsi d'affiner l'opposition orthodoxe/hétérodoxe et occupent une position polarisante au-delà de cette opposition standard. On note également le poids important de la modalité « MQ » pour la variable de l'éducation qui détermine aussi fortement cet axe vertical. On remarque ainsi une proximité entre l'absence d'expériences en ONG ou finance durable, et la présence d'une valeur manquante pour la variable de l'éducation. En suivant les hypothèses proposées plus haut sur ces valeurs manquantes, il semble donc exister, au sein de la partie inférieure du plan factoriel, un ensemble de profils assez traditionnels qui définissent leur parcours davantage par les expériences professionnelles que par les diplômes—ces derniers sont alors moins fréquemment mentionnés sur leurs pages LinkedIn (ou sur les sites de leurs organisations), hypothétiquement parce que cette donnée ne fait pas sens pour eux, qu'elle ne se prête pas à ce support, ou que le niveau de diplôme obtenu est peu élevé. Par ailleurs, on peut aussi faire l'hypothèse que ces individus ont un âge en moyenne plus élevé[229], et appartiennent ainsi à une génération où les parcours professionnels en *business* étaient moins conditionnés à l'obtention de diplômes de type *business*, comme le MBA (Bühlmann, David et Mach, 2012 ; David et al., 2009).

Le tableau des contributions permet de s'assurer de la pertinence de ces interprétations, avec la mise en avant des modalités contribuant aux axes 1 et 2 (*cf. Tab. 8*). La validité de l'interprétation des axes est alors garantie par les trois principes rappelés par Benzécri (1976) : 1) l'explication de la proximité des modalités situées dans la même partie du plan, 2) l'explication de l'opposition des modalités aux extrémités des axes, 3) l'examen des contributions des différentes modalités aux axes.

Tableau 8 — Contribution des modalités (%), axes 1 et 2, emphase ajoutée sur les valeurs élevées[230]

	F1	**F2**
Non-PRO_DURABLE	1,121	**16,849**
Oui-PRO_DURABLE	1,711	**25,729**
Non-PRO_CONVENTIONNEL	**26,037**	0,152
Oui-PRO_CONVENTIONNEL	**10,029**	0,058
Non-PRO_ONG	0,036	**6,102**
Oui-PRO_ONG	0,121	**20,436**

[229] Cette hypothèse est étayée par les corrélations entre valeurs manquantes pour **AGE** et pour **EDU_FINANCE**.
[230] Les valeurs en emphases sont situées au-dessus de la contribution moyenne, à l'exception de **Non-PRO_PUBLIC** pour l'axe 1, mais dont l'interprétation nous semble cohérente.

Non-PRO_DÉVELOPPEMENT	0,006	0,058
Oui-PRO_DÉVELOPPEMENT	0,037	0,329
Non-PRO_PUBLIC	**6,677**	1,093
Oui-PRO_PUBLIC	**21,071**	3,450
MQ-EDU_FINANCE	0,718	**22,301**
Non-EDU_FINANCE	**13,335**	1,807
Oui-EDU_FINANCE	**19,101**	1,635

Selon ces axes, l'analyse fournit plusieurs résultats. D'abord, on identifie très clairement un cluster de modalités concentrées dans la partie gauche du plan, relativement peu dispersées par l'axe 2. Elles établissent l'archétype d'un profil présentant un parcours professionnel particulièrement orthodoxe, impliquant le passage par des institutions financières conventionnelles—mais pas des organisations positionnées en finance durable—et l'absence de fréquentation d'institutions que nous qualifierons d' « atypiques », au regard du champ financier, *i.e.*, d'ONG et d'organismes publics ou apparentés—à l'exception d'institutions financières liées au développement ou à la finance territoriale ; il s'agit de la seule composante « hétérodoxe » compatible avec ces profils ultra-orthodoxes[231]. En revanche, sur le côté droit du plan factoriel, il est beaucoup plus difficile d'identifier un ou des profils professionnels. Si l'on remarque aisément que cette partie du plan concentre toutes les caractéristiques hétérodoxes, elles ne dessinent nullement des clusters définis. À ce titre, on remarque que les modalités **Oui-PRO_ONG** et **Oui-PRO_DURABLE** ont toutes deux une coordonnée relativement proche de 0 sur le premier axe et ne se situent ainsi pas davantage sur la droite du graphique. Ainsi, il ne semble pas exister de profil-type de praticien de l'impact investing « social » (opposé à un profil « financier ») qui cumulerait par exemple la fréquentation d'ONG, d'organismes publics et d'organisations internationales, ou encore d'institutions financières de développement. Au contraire, ces profils avec composantes hétérodoxes semblent dispersés entre les différentes modalités extra-financières/atypiques. D'ailleurs, l'axe 2 polarise le plan entre les individus ayant fréquenté des ONG et/ou d'autres organisations de finance durable, et ceux qui n'ont pas eu de telles expériences. En somme, l'organisation du plan disperse les modalités hétérodoxes, alors qu'elle n'a pas cet effet sur les modalités orthodoxes, qui sont plus concentrées. Enfin, plus hypothétiquement, un profil plus âgé et moins défini par les diplômes se situe autour du point **MQ-EDU_FINANCE**[232].

[231] D'ailleurs, on note que les modalités de cette variable ont une contribution minime aux axes de cette ACM (*cf. Tab. 8*). Elle est donc davantage « non-discriminante », plutôt qu'associée à un type de profil ou à un autre.

[232] Comme mentionné plus haut, l'identification de ce profil s'appuie sur les remarques effectuées plus haut sur la répartition des modalités manquantes pour **EDU_FINANCE** et **AGE**. Sa pertinence reste néanmoins hypothétique, d'autant plus que **MQ-EDU_FINANCE** ne concentre que 13% des individus de la base. Ce faible volume de données rend difficile l'étude de ce groupe et l'identification de ses potentielles régularités statistiques.

Encadré 3 — Orthodoxie et hétérodoxie des profils

Nous employons les termes « orthodoxe » et « hétérodoxe » pour qualifier et situer les profils d'acteurs sur le plan factoriel. Nous utilisons cette distinction pour qualifier deux caractéristiques individuelles : le parcours académique et le parcours professionnel. En fonction de la présence d'éléments orthodoxes/hétérodoxes dans ces deux dimensions, nous qualifions le parcours global d'un individu selon cette opposition.

Cependant, nous utilisons cette opposition davantage comme un continuum que comme un clivage fort. En effet, nous qualifions ainsi les parcours de « plus ou moins » orthodoxes ou hétérodoxes. Par exemple, si un individu a un parcours académique entièrement orthodoxe, et que son parcours professionnel est composé uniquement d'expériences dans la finance conventionnelle, sans passage dans des institutions extra-financières, nous dirons que son parcours global est ultra-orthodoxe. Au contraire, un tel parcours pourrait être qualifié de simplement orthodoxe s'il incluait un passage dans une ONG. Ces nuances peuvent aussi être appliquées séparément aux dimensions académique et professionnelle : par exemple, un parcours académique peut être orthodoxe s'il comporte des formations en *business studies*, mais il peut aussi être *ultra*-orthodoxe s'il ne comporte *que* de telles formations. Ces distinctions valent également pour les parcours plus hétérodoxes.

Par exemple, l'un des individus de notre base de données (n°20), possède un profil entièrement ultra-orthodoxe et ce, aussi bien sur le plan scolaire que professionnel : il s'agit d'une femme de 50 ans, qui a un bachelor en économie, finance et comptabilité et a travaillé dans cinq banques et gestionnaires d'actifs positionnés en finance conventionnelle. Elle n'a jamais travaillé dans un autre secteur d'activité, et n'a pas d'expérience dans des ONG. À l'opposé du spectre, un individu (n°179) a un profil ultra-hétérodoxe sur tous les plans : il s'agit d'une femme d'environ 45 ans, initialement formée en relations internationales et en sciences de l'environnement[233], qui a travaillé dans plusieurs associations humanitaires et caritatives, ainsi qu'auprès des Nations unies. Elle a eu des expériences passées dans la finance durable, mais jamais dans la finance conventionnelle. Entre ces deux profils-types délimitant le spectre orthodoxe/hétérodoxe, une myriade de nuances existe dans notre population, combinant des caractéristiques plus ou moins orthodoxes dans différentes dimensions du parcours.

Ces observations nous permettent d'établir plusieurs résultats provisoires. Si les modalités hétérodoxes s'éloignent vers la droite des modalités orthodoxes, elles présentent des écarts comparables entre elles, voire plus grands. Par exemple, la modalité « ONG » est plus éloignée des parcours avec un passage dans une organisation publique ou apparentée, que des modalités « finance conventionnelle », ou même « parcours scolaire ultra-orthodoxe ». Ceci nous conduit à formuler la conclusion suivante. Du point de vue des parcours professionnels et de l'opposition orthodoxe/hétérodoxe, le champ de l'impact investing genevois ne présente qu'un seul groupe cohérent, c'est-à-dire, un seul profil archétypique suffisamment régulier pour être clairement

[233] Elle acquiert plus tard une certification en finance et business. Comme nous le montrons dans cette section, même les profils les plus hétérodoxes incluent généralement des caractéristiques orthodoxes.

présent parmi notre population : celui d'acteurs possédant des parcours ultra-orthodoxes, marqués par un fort ancrage dans les milieux financiers, et une ouverture faible à des champs adjacents (à l'exception de la finance de développement, et la finance territoriale, avec laquelle il n'y a pas de forte incompatibilité). Par ailleurs, chez les individus ne correspondant pas à ce profil, les composantes extra-financières ne permettent pas à elles seules de les regrouper au sein d'un second profil marqué, hétérodoxe, extra-financier, ou *« social »* (pour reprendre l'expression de certains enquêtés), qui s'opposerait au premier. Cela ne signifie pas que de tels individus n'existent pas dans la population étudiée. En s'approchant de l'extrême-droite du plan factoriel, on peut trouver des profils 100% hétérodoxes. Par exemple, sur le plan factoriel des observations (*cf. Fig. 54*, *infra*), les individus situés au niveau du point A ont des expériences dans la finance durable, les ONG, les organisations publiques ou apparentées et n'ont pas d'expérience dans la finance conventionnelle, ni de parcours scolaires ultra-orthodoxes. Pour autant, à partir de la deuxième « colonne d'individus » en partant de la droite du plan, on observe des profils qui construisent leurs expériences hétérodoxes à côté d'un parcours avec des caractéristiques orthodoxes. Par exemple, le point B regroupe des individus ayant eu des expériences dans des ONG, tout en ayant également travaillé dans la finance conventionnelle. D'une autre manière, le point C renvoie à des profils ayant travaillé dans la finance durable, des ONG, des organisations publiques, tout en ayant eu un parcours scolaire ultra-orthodoxe en *business studies*.

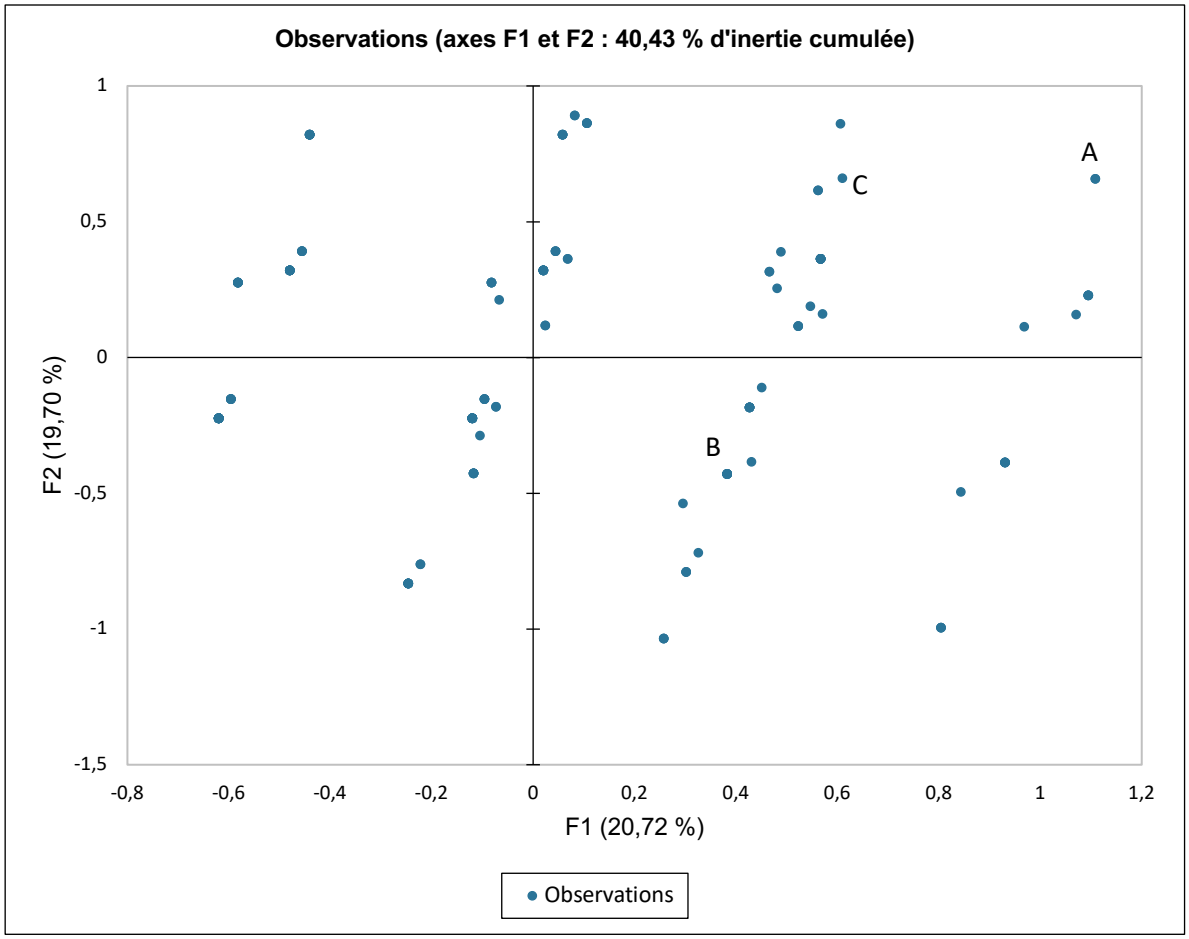


Figure 54 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, observations[234]

Ces résultats provisoires nous conduisent à modérer l'hypothèse d'une bipartition du champ de la finance d'impact à Genève entre un profil financier (orthodoxe) et un profil extra-financier (hétérodoxe), comme certains interviewés et acteurs de cet espace l'ont parfois indiqué. Au contraire, ils nourrissent l'hypothèse précédemment formulée selon laquelle ce ne serait pas le champ qui serait diversifié ou polarisé, mais plutôt les parcours individuels qui, tout en incorporant parfois des dimensions hétérodoxes, conserveraient une dominante financière, même chez les individus ne possédant pas toutes les caractéristiques orthodoxes.

[234] N.B.1 : chaque point peut regrouper de multiples individus ayant des caractéristiques identiques. N.B.2 : la disposition en colonnes obliques des observations peut s'expliquer par 1) l'utilisation de variables binaires limitant la quantité de combinaisons possibles, 2) des axes factoriels définis par un trio (axe 1) ou un couple (axe 2) de variables (avec des modalités qui s'opposent diamétralement) qui favorisent une structure du plan relativement simple. Une analyse plus approfondie de l'espace factoriel pourrait être envisagée, en complexifiant les variables utilisées. Une possibilité serait d'ajouter des dimensions diachroniques dans les parcours scolaires et professionnels des individus, ou encore de différencier davantage les organisations par lesquels ils sont passés, par exemple en séparant les associations, les entreprises, etc. D'autres variables pourraient également être utilement intégrées à l'analyse, comme la localisation géographique de leurs expériences (régional/national/international). Une collecte de données plus large permettrait d'aboutir à un approfondissement de cette analyse factorielle.

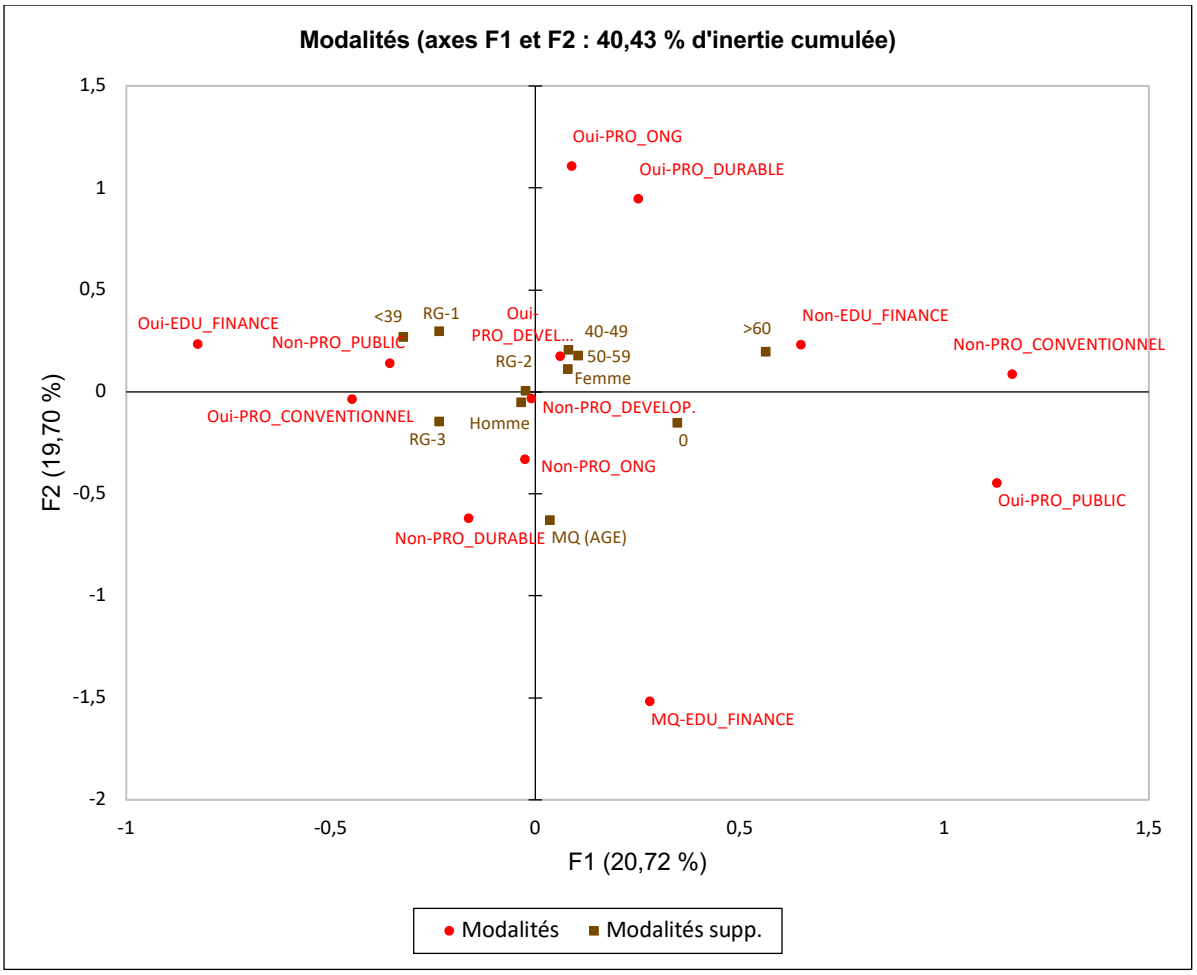


Figure 55 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives et supplémentaires

Examinons à présent les variables secondaires pour déterminer si cette structure du plan est liée à des variations en termes d'âge, de genre, ou de position au sein des entreprises. Nous avons placé ces variables sur le plan (*cf. Fig. 55*), en ajoutant à l'ACM leurs modalités comme « supplémentaires » (ou illustratives). Le premier constat concernant la disposition de ces modalités est leur relative concentration au centre du plan factoriel. En effet, selon ces axes, ces variables semblent peu polariser les profils. Par exemple, le genre est une variable quasiment négligeable pour ce qui est du positionnement orthodoxe ou hétérodoxe des individus. En ce qui concerne l'âge, de légères variations sont observables. Les profils les plus orthodoxes, et notamment ceux qui comportent un parcours académique ultra-orthodoxe sont relativement plus jeunes (39 ans et moins), alors que les composantes académiques moins orthodoxes se concentrent davantage autour de profils plus âgés (60 ans et plus). Sans être déterminant, l'âge semble dessiner des types de carrières divers qui

s'inscrivent en partie dans les évolutions générationnelles[235] des élites managériales décrites par Bühlmann, David et Mach (2012), impliquant une montée en puissance des parcours internationaux fortement ancrés dans les *business studies*. Enfin, le rang au sein de l'entreprise (codé RG-0 à RG-3) semble peu associé à des profils définis. Toutefois, l'appartenance au *board* des entreprises (codée RG-0) concentre très logiquement des individus plus âgés. On note également que cette même modalité RG-0 se détache, vers la droite du plan, de manière relativement significative des autres rangs dans l'entreprise, confirmant l'hypothèse formulée dans la présentation des variables : les individus présents dans les *boards* n'occupent pas des fonctions classiques des métiers financiers et sont ainsi plus susceptibles d'avoir des parcours moins orthodoxes. Retenons donc de cet examen que l'essentiel de la structure du plan est peu sensible aux variables illustratives, mais que leur disposition nous informe sur une présence plus importante de membres des *boards* dans les groupes composant la partie droite du plan (plus hétérodoxe).

Pour affiner l'analyse des hypothèses dérivées de ces analyses—à savoir l'absence d'une bipartition du champ, au profit de composantes hétérodoxes greffées à des parcours orthodoxes—, examinons à présent la contingence des variables orthodoxes et hétérodoxes.

Statistiques descriptives bivariées

Comme nous l'avons vu plus haut, malgré la domination des composantes financières dans les parcours observés, plus de la moitié de la population étudiée a eu au moins une expérience professionnelle dans une institution atypique[236], et 40% dans une institution de finance durable. Pour autant, les résultats de l'ACM montrent que les modalités hétérodoxes ne sont pas nécessairement cumulées chez un même individu, et sont plutôt greffées à des parcours marqués par des expériences professionnelles ou scolaires orthodoxes. Dans cette section, nous allons explorer cette hypothèse à partir de l'étude des statistiques bivariées. Nous montrerons notamment que les modalités hétérodoxes et orthodoxes ne sont pas mutuellement exclusives, et que les premières s'accompagnent le plus souvent des secondes.

Nous procéderons à cette démonstration en analysant les tableaux de contingence présentés ci-dessous et en annexe. Dans l'examen de ces tableaux de contingence, nous identifions des profils,

[235] Ce constat relativise d'ailleurs la présence de composantes non-orthodoxes ou hétérodoxes dans les parcours : ceux-ci peuvent être en partie dus à des effets générationnels, plutôt qu'à une partition du champ de l'impact investing entre profils financiers et profils sociaux. Gardons toutefois à l'esprit le fait que les modalités d'âge restent relativement concentrées sur le plan factoriel, ce qui ne permet donc pas d'en faire une caractéristique ultra-déterminante.
[236] Pour rappel, cela inclut les ONG, organismes publics et apparentés, la finance de développement ou territoriale.

de manière descriptive, mais n'évaluons pas de potentielles causalités, pour deux raisons : 1) les associations entre ces variables ne sont pas mises en perspective avec des variables de contrôle ; 2) les variables étudiées peuvent présenter des problèmes d'endogénéité qui compliquent l'interprétation de leurs associations.[237] Au sein de chaque tableau, les variables à expliquer sont positionnées en ligne, et les variables explicatives, en colonne. Pour un rappel de la composition des différentes variables, nous suggérons de se reporter à la méthodologie présentée en début de chapitre.

Sur la gauche du plan factoriel (et en particulier dans la partie inférieure), nous avons identifié un profil d'individus que nous qualifions d'ultra-orthodoxe. Ceux-ci ont essentiellement des expériences dans la finance conventionnelle et un parcours intégralement orthodoxe (académique et professionnel), avec peu ou pas d'expérience dans des institutions atypiques (et ni dans la finance durable, parfois). Les tris croisés réalisés montrent que de tels profils existent effectivement. Par exemple, environ la moitié des individus ayant un parcours académique ultra-orthodoxe et la moitié de ceux qui ont travaillé dans la finance conventionnelle n'ont, également, aucune expérience dans des institutions atypiques. Encore plus clairement, environ 60% des individus avec un parcours académique ultra-orthodoxe et plus de 60% de ceux qui ont une expérience dans la finance conventionnelle n'ont eu aucune expérience dans la finance durable (*cf. Tab. 9*). En somme, il existe bien un cluster d'individus avec un parcours professionnel et scolaire orthodoxe qui exclut ou limite fortement la présence d'expériences hétérodoxes.

[237] Le problème d'endogénéité susceptible de se manifester concerne la simultanéité des variables examinant les composantes orthodoxes *vs* hétérodoxes des parcours. En effet, il se pourrait que la présence d'une modalité positive dans l'une entraine une modalité négative dans l'autre, dans la mesure où les carrières des individus ne sont pas infinies et que le choix d'un emploi en élimine mécaniquement un autre.

Répartition des parcours scolaires financiers en fonction d'un passage par la finance durable

EDU_FINANCE \ PRO_DURAB.	Non	Oui	Total
Manquant	88,00%	12,00%	100,00%
Non	53,49%	46,51%	100,00%
Oui	59,21%	40,79%	100,00%
Total	60,43%	39,57%	100,00%

Répartition des parcours professionnels conventionnels en fonction d'un passage par la finance durable

PRO_CONV. \ PRO_DURAB.	Non	Oui	Total
Non	51,92%	48,08%	100,00%
Oui	63,70%	36,30%	100,00%
Total	60,43%	39,57%	100,00%

Tableaux 9 — Existence de profils ultra-orthodoxes

Pour autant, l'inverse n'est pas vrai. En effet, si la plupart des parcours avec des modalités hétérodoxes n'ont pas eu un parcours académique ultra-orthodoxe (*cf. Tab. 9*), leurs carrières professionnelles sont généralement largement imprégnées d'expériences dans la finance conventionnelle.

En effet, les tris croisés sur les parcours professionnels révèlent une cooccurrence forte des composantes orthodoxes et hétérodoxes dans les parcours professionnels présentant des dimensions hétérodoxes : les individus ayant un parcours incluant des postes occupés dans des institutions atypiques et ceux qui sont déjà passés par la finance durable sont loin d'être tenus à l'écart de la finance conventionnelle. Respectivement, 69% et 66% d'entre eux ont aussi occupé des postes dans des institutions de finance non durable (conventionnelle), comme vu en *Tab. 10*. Ce résultat montre que les dimensions orthodoxes et hétérodoxes ne sont pas opposées dans le champ de l'impact investing genevois : elles semblent au contraire se manifester simultanément dans des parcours composites relativement fréquents. Ce résultat suit d'ailleurs une certaine logique, puisque l'on peut faire l'hypothèse que les postes en finance durable requièrent des compétences acquises en premier lieu dans la finance conventionnelle. Par ailleurs, une autre façon de voir ce résultat consiste à remarquer que les dimensions hétérodoxes de ces parcours ne s'expriment que rarement seules : elles sont souvent adossées à un parcours antérieur dans la finance conventionnelle ou bien à une trajectoire académique orthodoxe.

Répartition des parcours professionnels atypiques en fonction d'un passage par la finance conventionnelle

PRO_ATYPIQ. \ PRO_CONV.	Non	Oui	Total
Non	24,14%	75,86%	100,00%
Oui	31,00%	69,00%	100,00%
Total	27,81%	72,19%	100,00%

Répartition des parcours professionnels avec une composante finance durable en fonction d'un passage par la finance conventionnelle

PRO_DURAB. \ PRO_CONV.	Non	Oui	Total
Non	23,89%	76,11%	100,00%
Oui	33,78%	66,22%	100,00%
Total	27,81%	72,19%	100,00%

Tableaux 10 — Un passage obligatoire par la finance conventionnelle ?

Ces tris croisés nous permettent donc de renforcer l'hypothèse selon laquelle le champ ne serait pas polarisé entre profils orthodoxes et hétérodoxes de la finance, mais caractérisé par 1) des parcours très orthodoxes, et 2) des parcours construits autour de composantes orthodoxes, agrémentés d'expériences hétérodoxes, au sens large. Bien entendu, cela n'exclut pas la présence de quelques individus ayant des parcours intégralement hétérodoxes, comme nous l'avons observé avec l'ACM. Mais ceux-ci ne sont qu'une fraction de ce groupe, comme en témoignent les autres tris croisés réalisés (*cf. Annexe 6*) qui montrent que dans l'écrasante majorité des cas, la présence d'une caractéristique hétérodoxe dans un parcours (finance durable, ONG, etc.) n'implique pas que toutes les caractéristiques le soient. Ces modalités restent ainsi généralement isolées.

Conclusion : des parcours divers mais un cadrage orthodoxe

Ces analyses descriptives nous ont permis de confirmer et d'affiner l'hypothèse initialement formulée. Nous nous demandions en effet si les praticiens du champ de l'impact investing genevois étaient polarisés entre des profils financiers et des profils non-financiers. Nos résultats montrent que, si cette diversité existe, c'est essentiellement au sein de parcours mixtes. Ceux-ci sont structurés par des expériences orthodoxes, auxquelles s'ajoutent—de manière souvent isolée—des composantes hétérodoxes[238]. Nous avons également mis en évidence l'existence d'un pôle

[238] Nous verrons en III. comment ces parcours mixtes se constituent à travers des entretiens auprès des acteurs de notre terrain.

d'individus ultra-orthodoxes ne possédant aucune expérience hétérodoxe. Ces résultats permettent de mettre en perspective le discours indigène sur la diversité du champ et de préciser notre compréhension de celui-ci.

Ces résultats quantitatifs sont corroborés par plusieurs entretiens réalisés avec les acteurs du champ, dans lesquels ces derniers entrent plus en détail dans la complexité des parcours, au lieu de tenir des discours généraux sur le champ. Lorsque nous les avons interrogés sur la supposée diversité du champ de l'impact investing genevois, certains décrivent des profils complexes, rarement ultra-orthodoxes, mais très souvent structurés par des expériences fortement ancrées dans le monde la finance. Ainsi, Garance Bilder, membre du *board* d'Harmony et professeure à l'IHEID, présente l'impact investing comme trop peu attractif pour des financiers tournés exclusivement vers le profit, mais très largement investi par des acteurs formés en finance, ayant touché de près ou de loin aux dimensions sociales et environnementales de la pratique :

> « [À Harmony], ils avaient vraiment besoin de personnes qui ont pas mal d'expérience et il y a bien sûr des personnes qui ont travaillé pendant 20 ans dans des banques et qui disent : 'Pff, on en a assez de juste penser à créer du profit, on veut aussi faire quelque chose'. [Mais] quelqu'un qui est intéressé par la finance, finance, finance, je pense pas qu'[il va] postuler pour un travail avec Harmony. Parce qu'à nouveau, le salaire sera clairement plus bas que quand tu travailles dans une banque. Et deuxième chose, c'est quand même une manière différente de penser. Les montants sont différents. Tout est un peu plus long parce qu'il y a tout ce truc auquel ils doivent penser avant de donner un emprunt. […] Les personnes à Harmony avec qui j'ai parlé qui viennent du monde financier, c'était vraiment leur choix, ils voudraient faire quelque chose de différent. Et si tu regardes le terrain, il y a pas mal de personnes qui sont vraiment intéressées par le développement qui finissent très souvent à travailler quelques années pour leur bureau, qui sont pas à Genève mais qui sont à Cape Town ou en Amérique du Sud pour être un peu plus proches du terrain. Mais les autres, oui. C'est vrai que c'est très souvent un profil plus financier. Mais même à Harmony, comme ils ont aussi pas mal de lectures qui sont données sur des sujets liés à la microfinance dans les pays en voie de développement, tu vois quand même que tout le monde vient un peu à cet exercice. » (Garance Bilder, membre du *board* d'Harmony)

D'autres enquêtés insistent également sur les compétences issues de la finance, considérées comme essentielles à la pratique de l'impact investing. Ainsi, Claire Delastre, d'Omnis, disposant d'une formation hétérodoxe[239], revient sur les difficultés que les profils non orthodoxes peuvent rencontrer en essayant d'intégrer la finance d'impact, et la finance durable en général :

> « Mais je pense qu'ils [les entreprises] considèrent qu'on est pas qualifié. J'ai vraiment essayé de moi de rentrer dans des institutions plus financières, plus classiques[240]. Bon déjà il y a peu de postes, et puis je pense que, non, ils cherchent pas des… ils pensent que… souvent quand on regarde les postes, c'est plutôt les gens en interne qui grandissent cet intérêt—qui je pense devient sincère. Ils ont plein de gens, en interne qui font un super boulot, mais ils pensent pas que, voilà, sans *background* financier, on puisse forcément… je pense qu'il y a là un

[239] Claire Delastre n'a pas été formée en finance, mais en développement international. Nous revenons plus loin sur les parcours individuels des acteurs du champ.
[240] Claire Delastre précise plus tôt dans l'entretien qu'elle souhaitait rejoindre la finance dans une perspective de développement international ; elle fait donc probablement référence ici à des postes en finance durable, au sein d'institutions plus classiques.

> état d'esprit à changer. Clairement, et moi, j'ai beaucoup de difficultés, quand j'avais fait une formation […] à l'université de Genève sur le développement durable. Et donc là on était vraiment beaucoup plus justement, des gens un peu de développement, et en essayant de passer dans le secteur privé, […] c'était hyper compliqué. Tout le monde rencontrait plutôt de grandes difficultés à faire ce passage. […] Peut-être que les compétences qu'on attend des *investment officers* sont quand même plus techniques. Je pense que c'est plus facile pour eux d'apprendre les mesures d'impact, plutôt que moi d'apprendre les investissements. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

La préférence des entreprises du champ de l'impact investing pour des employés avec des parcours financiers, voire en finance conventionnelle s'expliquerait donc en partie par des compétences techniques difficiles à acquérir pour des acteurs avec des profils plus hétérodoxes.

En somme, retenons de ces quelques exemples que le champ des praticiens de l'impact investing genevois est structuré autour de profils relativement orthodoxes, et dont les éventuelles composantes hétérodoxes doivent souvent être soutenues par des formations ou expériences solidement ancrées dans la finance, généralement conventionnelle. À présent, comment comprendre cette organisation du champ, la structure et les conséquences en termes de moralité marchande de cette dépendance aux composantes orthodoxes des parcours ? Pour explorer cette question dans la suite de ce chapitre, nous utiliserons les objectivations permises par ces données quantitatives, pour les analyser qualitativement au prisme des entretiens. Nous commencerons par examiner la dimension microsociologique de ces parcours, à travers l'étude des types de parcours individuels observables dans le champ, en examinant le lien entre les éthos qu'ils constituent et les moralités individuelles qu'ils soutiennent (**III.**), puis nous discuterons leurs implications pour la structure générale du champ et de ses moralités marchandes (**IV.**).

III. Parcours et dispositions individuels : de l'acquisition d'un « éthos pondérateur » à une moralité individuelle dépolitisée

Dans le premier chapitre de la thèse, nous avons mis en évidence l'ancrage de l'émergence du champ de l'impact investing genevois dans les réseaux de la finance traditionnelle de la ville. Nous avons notamment vu que les *skilled social actors* qui ont porté ce développement présentaient généralement un lien fort avec ces réseaux internes, témoignant ainsi d'une forte imbrication entre impact investing et finance conventionnelle. En effet, Paul Lacour, héritier de la grande famille du même nom—famille elle-même à la tête de la traditionnelle banque privée genevoise—se lance dans la finance d'impact pour se distinguer des activités familiales, tout en utilisant son important capital relationnel. Gaspard Leblanc découvre l'intérêt de la finance éthique, lorsque, en poste chez Lacour-Deschamps, il cherche à maintenir les fonds de pension des fonctionnaires genevois à l'équilibre, sans pour autant investir dans des actions classiques, considérées comme *« le diable »*,

selon ses termes. Et Pierre-Luc d'Autane renoue avec la microfinance après l'obtention de son MBA à Wharton et une désillusion chez McKinsey. Bref, les parcours de ces quelques acteurs majeurs du champ illustrent bien notre hypothèse sur la prégnance de la finance orthodoxe, y compris dans les trajectoires mixtes. Mais qu'en est-il des praticiens actuels du champ ? Et surtout, comment comprendre individuellement ces parcours et les conséquences qu'ils ont sur la construction de la moralité de ces individus ? Pour aborder ces questions, nous chercherons à relier ces *trajectoires* et *parcours* aux *socialisations* et *habitus* qui les accompagnent. Puis nous verrons comment ces *socialisations* peuvent être associées à des moralités individuelles. Pour faire le lien entre ces différents niveaux d'analyse, nous commencerons par montrer que ces parcours sont construits autour de socialisations douces à des formes d'hétérodoxie financière et de ce que Comby (2022) appelle un « éthos pondérateur » (**a.**). Puis nous interrogerons la manière dont ces socialisations se traduisent dans les moralités individuellement défendues par ces acteurs[241], en les mettant en lien avec les moralités des pratiques analysées dans le précédent chapitre (**b.**).

a. Les socialisations douces des « professionnels de la vertu » : la finance orthodoxe comme substrat

Dans un récent article, Comby (2022) examine les profils et les moralités des acteurs qui portent la critique écologique au sein des milieux économiques, et inversement. Il développe ainsi le concept d' « éthos pondérateur », faisant référence aux dispositions de ces individus qui leur permettent *« d'assembler des positionnement politiques qui habituellement s'affrontent »* (Comby, 2022, p. 75). Selon lui, cet éthos s'acquiert à l'issue de parcours composites mêlant un ancrage dans des cercles professionnels et scolaires valorisés et appartenant aux espaces économiques et/ou marchands, mais ne permettant pas l'acquisition de capitaux ultradominants. Au contraire, ces parcours se manifestent par une sensibilité à des idéologies alternatives, moins conventionnelles au regard des métiers exercés, plutôt positionnées sur la gauche du spectre politique, et attachées *« aux idéaux de justice et d'écologie »* (Comby, 2022, p. 83). La particularité de cet éthos réside dans sa faculté à intégrer des versions tempérées de ces idéologies dans des dispositions qui en sont ordinairement éloignées, et souvent associées aux mondes économiques.

Dans le champ de l'impact investing genevois, et plus précisément parmi ses praticiens, nous verrons que des socialisations et dispositions similaires sont à l'œuvre. En effet, les acteurs que nous y observons se caractérisent par des parcours fortement ancrés dans les dynamiques

[241] Comme précisé plus haut, nous faisons référence aux moralités de premier ordre, selon Abend (2014).

orthodoxes de la finance, tout en étant parfois agrémentés d'expériences atypiques suscitant une forme d'engagement moral à travers la pratique de l'impact investing. Si nos enquêtés ont des parcours probablement respectivement plus orthodoxes que ceux décrits par Comby dans leur propre champ, nous montrerons qu'ils développent généralement des éthos pondérateurs leur permettant d'inscrire des moralités marchandes dans des trajectoires fortement déterminées par ces composantes orthodoxes. D'autres travaux mettent en évidence de tels profils. Ainsi, dans leur étude des « responsables diversité » dans des entreprises françaises, Bereni et Prud'homme (2019) identifient plusieurs formes de conciliations entre l'activité professionnelle et le rapport à l'engagement liés à cette fonction. Parmi celles-ci, elles décrivent l'« expert distancié » ou « professionnel de la vertu ». Celui-ci se caractérise par un ancrage fort de sa fonction dans les objectifs de son entreprise, une mise à distance des formes d'action militante et critique, et une revendication morale de son action. Similaire à l'éthos pondérateur décrit par Comby, cet idéal-type présente également, chez Bereni et Prud'homme, des parcours scolaires et académiques relativement valorisés, souvent commerciaux, peu critiques politiquement, et très éloignés des sphères militantes.

Dans une perspective similaire, nous chercherons à étudier les socialisations scolaires et professionnelles des « professionnels de la vertu » de l'impact investing. Pour étudier la structure et l'émergence de ces socialisations, nous porterons notre attention sur l'enchaînement de séquences scolaires et professionnelles de plusieurs enquêtés, en cherchant à identifier les continuités et ruptures qui ont forgé les motivations de leur pratique de l'impact investing. En effet, en raison de la dimension composite, et parfois en apparence contradictoire de ces profils mêlant finance conventionnelle et finance d'impact, nous serons attentifs à l'étude de ces socialisations plurielles (Lahire, 1998) ou fractionnées et aux événements ponctuels qui génèrent des bifurcations dans des carrières militantes (Agrikoliansky, 2017 ; Fillieule, 2001). Bien que nos enquêtés ne présentent pas des parcours à proprement parler « militants », ni ne revendiquent (en général) une telle appellation, nous pensons que la construction de moralités marchandes ou de vertus « professionnelles » peut être analysée au même prisme, en particulier dans des parcours qui semblent mêler des socialisations et des formations de dispositions contradictoires.

Comment ces socialisations sont-elles donc construites ? En quoi les logiques orthodoxes des parcours de nos enquêtés constituent-ils le substrat d'expériences hétérodoxes, conduisant à une pratique de l'impact investing ? Pour répondre à ces questions, nous identifierons trois différentes formes qui peuvent alternativement expliquer l'ancrage de la pratique de l'impact investing dans

des expériences orthodoxes chez nos enquêtés, puis nous examinerons quelques contre-exemples d'individus présentant des trajectoires peu influencées par ces logiques orthodoxes, prenant essentiellement place hors de la finance conventionnelle.

La socialisation scolaire : découvrir l'impact investing à Wharton ou à l'ESCP

> « Quand j'ai fait mon MBA à Wharton, c'était en 94-96. L'impact investing : nada à Wharton. Il y avait un club, un club d'impact investing[242]. On était peut-être 20 sur les 800 étudiants. Aujourd'hui, c'est peut-être une des divisions du MBA les plus importantes. […] Et là, t'es dans le cœur de la finance de demain. […] Donc tous les mecs qui sortaient de Wharton, c'était pour Goldman, Morgan Stanley, J.P. Morgan, tous ces gars-là. Ben maintenant, tu peux penser que des générations entières de MBA, il y en a un tiers à 40% qui recherchent l'impact investing. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

Cette citation est caractéristique des parcours d'une grande partie de nos acteurs. En effet, la socialisation à la finance durable (que nous qualifions donc d'hétérodoxe par opposition à la finance conventionnelle) la plus fréquente chez ces derniers est une socialisation scolaire, au sein d'écoles et d'institutions originellement ultra-orthodoxes. On observe ce phénomène notamment chez les plus jeunes, qui, lors de leur formation en école de commerce (ou dans toute autre institution de *business studies*), ont eu l'occasion de suivre un cours, un module, ou une conférence présentant des approches alternatives de la finance. Ainsi, plutôt qu'une socialisation militante ou politique, c'est au cœur des instances les plus traditionnelles des *business studies* que ces acteurs ont développé de telles dispositions qu'ils décrivent comme des éléments déclencheurs pour leur engagement dans la finance d'impact.

C'est le cas d'Anna Meunier, responsable de la mesure d'impact chez Lime, qui décrit un parcours en école de commerce dont la spécialisation l'aurait sensibilisée à l'entrepreneuriat social :

> « Alors du coup, moi, j'ai une formation plutôt business. J'ai fait une école de commerce dans laquelle j'ai fait une spécialisation en entreprenariat social. Donc c'était avec l'ESSEC. Ils ont une chaire en fait en entrepreneuriat social dans laquelle il y avait pas mal de sujets de recherche. Et donc moi, j'avais ce parcours académique où l'année où j'ai fait cette chaire en entrepreneuriat social dans mon école, le thème de l'année, c'était le BOP, c'était les populations *bottom of the pyramid*. Et donc, les modèles privés, parce que voilà c'était une école de commerce, qui servait cette population-là. Et finalement je pense que ça a beaucoup, beaucoup influencé mon choix pour aller chez Lime après. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

D'après elle, ces intérêts l'auraient conduite à travailler dans des entreprises et ONG de microfinance, dans le conseil environnemental et la RSE (responsabilité sociale des entreprises), pour finalement rejoindre Lime, où ses compétences en *reporting* d'impact acquises lors de ses précédentes expériences auraient convaincu ses recruteurs. Nina Langlois, analyste d'impact à

[242] L'enquêté emploie ce terme par abus de langage : le concept « impact investing » est né en 2007.

Steelax, présente une trajectoire comparable. Elle se décrit initialement *« destinée à une carrière dans le conseil »*, ayant eu un parcours très financier, comprenant un double diplôme : un master en comptabilité et finance à la London School of Economics (LSE) et un master en *business management* à l'EDHEC. C'est en suivant des cours dans le département de finance de la LSE qu'elle découvre ce qui va la *« pousser à se lancer dans l'impact investing »*. Dans cet extrait, elle insiste tout particulièrement sur la manière dont cette découverte permettrait de combiner deux dimensions ordinairement séparées, la finance et l'impact :

> « C'est vraiment dans le cadre de ce double diplôme avec mon université à Londres que j'ai découvert l'impact investing. Pour moi, ça a été vraiment une belle découverte parce que ça matchait avec mes intérêts pour la finance et la combinaison avec la résolution… enfin utiliser la finance comme outil pour résoudre, trouver, apporter des solutions aux enjeux environnementaux ou sociaux. Donc c'était vraiment la combinaison entre finance comme outil et moyen de *leverage* pour permettre l'accélération de la mise en place de projets et le changement d'échelle aussi via la finance et la combinaison avec le sens que je pouvais y retrouver derrière. Donc globalement, c'est vraiment ce qui m'a poussé à me lancer dans l'impact investing […]. Donc en fait, j'ai terminé mes études il y a 3 ans, et j'ai directement rejoint Steelax. » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

Enfin, la socialisation à des dimensions plus hétérodoxes de la finance peut aussi avoir lieu pendant le parcours scolaire, toujours relativement orthodoxe, mais hors des salles de classe. C'est le cas pour Clothilde Heger, manager à Regenae, qui rejoint, à l'ESCP, une association ainsi qu'une entreprise sociale qui la sensibilisent aux enjeux sociaux et environnementaux de l'économie :

> « J'ai fait ma prépa à Toulouse et mes études de l'ESCP à Paris, à Madrid et aux Etats-Unis ; et, depuis ma prépa, tout ce qui est économie du développement, Mohammad Yunus, Esther Duflo, c'est un sujet qui m'intéressait particulièrement. Et quand je suis arrivée à l'ESCP, je me suis engagée dans une association qui s'appelle le NOISE, qui est le nouvel observatoire pour l'économie sociale et environnementale, donc qui travaille sur tout ce qui est entrepreneuriat social notamment. Et à ce moment-là, il y a une association qui était incubée, enfin un *social business*, qui était incubé à l'ESCP qui s'appelle Make Sense […] Make Sense, c'est une organisation qui est née en 2011, qui travaille avec les entrepreneurs sociaux pour co-créer des solutions aux problèmes sociaux et environnementaux auxquels on est confronté. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Elle poursuit ainsi une formation financière, tout en développant son engagement dans cette organisation créée à l'ESCP, dans le but de combiner ses compétences acquises en *business school*, et ses préoccupations sociales et environnementales :

> « Donc j'ai commencé à m'engager dans cette association de manière volontaire, à Paris, à Madrid et à Austin après. J'ai voyagé pendant 7 mois en Amérique du Sud pour travailler avec des entrepreneurs sociaux dans le secteur agro-alimentaire. Donc c'est des sujets qui m'intéressent particulièrement. Et en même temps à l'ESCP, je me suis spécialisée en droit et finance, finance d'entreprise et j'ai fait l'ensemble de mes stages—donc j'ai fait un an et demi de stage en fusion et acquisition, et en conseils financiers. Et après l'ESCP, j'ai fait un an en fusion-acquisition et conseils financiers à Madrid, mais tout ça dans l'objectif de faire de l'impact investing parce que le but depuis le début c'était de *merger* tout ce qui était entrepreneuriat social qui était ma partie extra-professionnelle et droit et finance. Donc le plus simple, c'était l'impact investing que j'avais commencé... dont j'avais entendu parler principalement *via* Make Sense, *via* le réseau entrepreneuriat social et donc j'ai cherché pendant plusieurs années, notamment au début à Madrid et en Espagne. […] Et finalement par Make Sense, par une des co-fondatrices de Make Sense, j'ai été mise en contact […] avec Jules Baum, qui est *managing partner*

[à Regenae]. Et donc voilà comment j'ai déménagé de Madrid à Genève. […] C'était le job idéal […]. » (Clothilde Heger, manager, Regenae)

Ces quelques exemples sont très informatifs du déroulement de ces parcours structurés par une base très orthodoxe (souvent en école de commerce et en *business studies*), agrémentés d'expériences plus hétérodoxes, venant se greffer sur cette socle. Autrement dit, que ce soit par l'intermédiaire d'un cours, d'une spécialisation, d'un module, ou d'une initiative étudiante, ces formes d'engagement dans la finance d'impact restent adossées à des cadres institutionnels orthodoxes, non militants, et initialement peu critiques. C'est donc bien un « éthos pondérateur » (Comby, 2022) qui caractérise les profils de l'essentiel de nos enquêtés. Cet éthos porte une moralité marchande (chercher à faire le bien par la finance) qui subsiste sur un substrat orthodoxe, à l'écart de tout mouvement critique, politiquement ancré, ou plus généralement des cercles militants. Cette socialisation douce à la moralité marchande *via* la scolarité est la forme que nous avons le plus retrouvée dans les biographies de nos enquêtés, en particulier des plus jeunes, bénéficiant des nouveaux programmes axés sur ces questions de durabilité, dans les écoles de commerce, comme l'indiquait Pierre-Luc d'Autane. Mais chez des profils plus âgés, cela se passe différemment : c'est davantage lors d'une expérience professionnelle dans des institutions de finance conventionnelle que cet intérêt pour la finance d'impact s'est développé.

Les aléas de l'expérience professionnelle : la finance vertueuse à BNP Paribas et UBS

Le cas typique d'une socialisation à l'impact au sein d'institutions classiques est celui de Gaspard Leblanc, mentionné en introduction de cette section. En effet, c'est en cherchant à maintenir à l'équilibre les fonds de pension des fonctionnaires genevois qu'il découvre les actions dites « éthiques ». Nos entretiens montrent que d'autres acteurs ont développé un intérêt pour la finance durable et l'impact investing au cours d'expériences dans la finance conventionnelle. C'est notamment le cas de Gérard Boyer, aujourd'hui à la tête d'une startup spécialisée dans la mesure d'impact, qui a travaillé dans des antennes orientales de BNP Paribas, notamment en Asie, y a développé un intérêt pour la finance durable, et a proposé, à son retour le lancement de produits dits « responsables » :

« Et donc j'ai proposé à BNP Paribas en 2006—j'étais à l'époque basé à Genève sur des responsabilités mondiales liées à d'autres sujets que la finance durable—j'ai proposé de créer cette offre-là, et j'ai eu la confiance à l'époque de la direction, qui m'a dit : 'Ben ok, allons-y, c'est intéressant, regardez ce qu'on peut faire.' Et donc ça a démarré comme ça, avec une très, très petite équipe, puisque c'était moi tout seul. Et on commençait à constituer des produits d'investissement, des supports d'investissement, qu'on appelait à l'époque investissement responsable, et qui en fait, dès le début, avait une dimension investissement d'impact d'un côté et investissement plutôt socialement responsable de l'autre. » (Gérard Boyer, une startup d'évaluation d'impacts)

Symétriquement, Halder Pandey, fondateur d'Omnis, travaillait par le passé dans la gestion de fortune chez UBS, lorsque l'entreprise a commencé à essayer de structurer des nouveaux produits durables, à une époque où la microfinance était en vogue. Cette expérience lui met le pied à l'étrier, et l'incite à lancer sa propre entreprise, animé par une motivation sociale, mais aussi entrepreneuriale :

> « La responsable du Family Office Group d'UBS, pour laquelle je travaillais en 2004, m'a demandé d'élaborer un projet permettant à UBS Wealth Management de développer une offre de services en matière de philanthropie et investissements sociaux comme le micro-crédit. Suite à la création de UBS Philanthropy Services, j'ai quitté UBS en 2007 pour établir Omnis en 2008, car je me suis rendu compte qu'il y avait à l'époque peu de produits d'investissements avec des rendements positifs et un impact social, économique et environnemental mesurable. Mon but était donc démonstratif : prouver que de tels portefeuilles pouvaient être constitués, et opérer à long terme et à grande échelle. A l'époque, UBS ne s'engageait pas sur le développement de produits financiers à moins de CHF 100 millions. C'est pourquoi j'ai quitté la banque pour créer le fonds Omnis + avec USD 6 millions, en 2009. » (Halder Pandey, fondateur d'Omnis, par email)

En somme, ces exemples montrent une autre construction de parcours dans lesquels des composantes hétérodoxes se greffent à des éléments orthodoxes. Ici, c'est au sein d'expériences dans la finance classique (orthodoxe, donc) qu'un intérêt pour la finance durable (hétérodoxe) naît chez ces acteurs. Il s'agit donc d'une autre manière de structurer l'habitus d'un « professionnel de la vertu » (Bereni et Prud'Homme, 2019), revendiquant une forme d'engagement et une motivation morale, mais toujours couplée à des objectifs professionnels ou entrepreneuriaux, à l'écart d'une approche militante ou critique.

L'expérience d'une réalisation : de l'épiphanie du voyage humanitaire aux désillusions du métier

Il n'est pas rare que les personnes acceptant des postes aux marges de l'engagement militant ou politique justifient ce choix par les rétributions morales qu'ils leur apportent. C'est notamment le cas des « professionnels de la vertu » décrits par Bereni et Prud'Homme (2019) qui voient dans ces fonctions une « utilité sociale » (2019, p. 191) et un moyen de « donner un sens à [leur] vie » (2019, p. 191) et à leur carrière. Dans le champ genevois de l'impact investing, un mécanisme similaire est observable. Plusieurs dirigeants d'entreprises de gestion d'actifs en finance d'impact proviennent, comme nous l'avons vu, d'institutions financières conventionnelles, et/ou ont suivi des parcours scolaires très orthodoxes dans des *business schools*. Ce type de parcours est généralement marqué par un ou des événements de rupture, qui modifient la carrière professionnelle (et l'engagement) de ces individus, et les orientent dans la direction de la finance d'impact, souvent vue comme une manière de travailler qui a *« un sens »*, pour reprendre les termes rencontrés chez les enquêtés de Bereni et Prud'Homme (2019).

Ces événements de rupture sont souvent présentés par ces acteurs comme des épiphanies, c'est-à-dire des révélations d'une réalité auparavant occultée, qui une fois dévoilée, les contraint à changer de voie. Typiquement, il peut s'agir d'une expérience humanitaire à l'étranger, comme c'est le cas pour Pierre-Luc d'Autane, dont nous avions déjà mentionné la trajectoire. Celui-ci relate une *« expérience qui [l']a marqué : […] trois ans en immersion pour un projet de développement en Inde »*. Il explique avoir ensuite achevé son parcours scolaire en finance à Wharton, puis avoir été engagé à McKinsey, avant de se rendre compte qu'il voulait revenir à *« ce qu'[il avait] goûté »* lors de son expérience *« marquante »* :

> « J'ai travaillé chez McKinsey comme consultant pendant deux ans. Et puis j'en ai eu marre et je suis revenu à ce que j'avais goûté, à savoir le travail de développement économique et social, via ce qu'on appelait ces fonds de crédits rotatifs, donc la microfinance. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

Mais ces épiphanies peuvent aussi avoir lieu à la suite de ce que nous pourrions appeler une « repentance ». Bien que n'apparaissant jamais explicitement dans les discours des enquêtés, cette métaphore religieuse en termes de bien, de mal, et de progrès moral transparaît dans leurs propos. Par exemple, d'après Clothilde Heger, de Regenae, cette transition est observable chez les dirigeants de l'entreprise, qui, venant de la finance conventionnelle, *« montrent [maintenant] l'exemple »* à ceux qui, comme eux, souhaitent se reconvertir (professionnellement) :

> « Oh oui, [dans la finance d'impact,] il y en a, [des anciens professionnels de la finance conventionnelle]. Je sais pas s'il y en a beaucoup ou pas. Mais je sais qu'il y en a. Et de plus en plus. [Chez Regenae], notamment dû au *background* de nos co-fondateurs et *managing partners* ; Adrien Williams qui vient de la banque privée suisse, Jules Baum qui vient des *hedge funds*. Premièrement, ils savent comment leur parler et puis eux-mêmes ont montré l'exemple. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Jules Baum, que nous avons interviewé, revient régulièrement sur les événements qui l'auraient conduit à bifurquer vers la finance durable. Plutôt que de mettre à l'écart ses expériences passées, il dit les assumer, et les mobilise largement dans un narratif épiphanique :

> « […] Je ne renie pas les 15 ans que j'ai passés en salle de marché et en banque d'investissement. Ce qui s'est passé, c'est très simple et je le réexplique dans des blogs, sur LinkedIn ou dans un TedX que j'ai [fait] aussi. » (Jules Baum, Managing Partner, Regenae)

Justement, dans son intervention TedX datée de novembre 2018, Jules Baum emploie à nouveau ce narratif, faisant de la crise des *subprimes* l'événement qui lui aurait fait prendre conscience des *« dérives de la finance »* et de la nécessité de faire partie de *« la solution »* plutôt que *« du problème »* :

> « Si je suis parmi vous ce soir, c'est parce qu'il y a dix ans et deux mois, j'ai dû me poser une question, une question que j'ai envie de vous poser aujourd'hui : dans votre métier ou plus exactement au cœur de votre activité quotidienne, souhaitez-vous faire partie du problème ou contribuer aux solutions ? Le 15 septembre 2008, je travaillais pour la banque Lehman Brothers lorsqu'elle a fait faillite et déclencha une énième crise de la Bourse, crise politique, sociale et économique. J'étais dans la salle de marché à Londres, une des plus grandes salles de marché en Europe. À cette faillite ont été associées les dérives de la finance, une finance qui socialisait les pertes et privatisait les gains, une finance qui privilégiait la croissance et une économie de la mondialisation. Une finance qui privilégiait le profit sans se soucier des conséquences sociales et environnementales. La question la plus importante, c'est de se dire : aujourd'hui, est-ce que ça a changé ? La finance, normalement, devrait servir l'investissement, et l'investissement prépare l'avenir. C'est le cas quand une entreprise investit dans des personnes, investit dans du matériel et dans des technologies. C'est le cas quand le gouvernement investit dans des infrastructures ou dans l'éducation. Pourquoi cette finance, et l'investissement lié à la finance, est toujours liée à cette image de profit et de spéculation ? Si je suis parmi vous ce soir, c'est parce que j'ai réussi à quitter mes écrans pour me tourner vers le vivant. » (Jules Baum, TedX, novembre 2018)

Il explique ensuite le cheminement qui l'a conduit à développer des investissements dans l'*« économie régénératrice »*[243] et son engagement progressif dans la finance d'impact.

Bien entendu, ces narratifs épiphaniques ne garantissent pas la validité des liens de cause à effet qui sont mis en avant par ces enquêtés, et sont largement sujets à une possible illusion biographique (Bourdieu, 1986). Ils témoignent cependant d'événements manifestement marquants pour ces individus, et potentiellement moteurs dans l'évolution de leurs carrières. Ainsi, la reconversion post-épiphanique est une autre modalité par laquelle des socialisations ou des dimensions hétérodoxes se greffent aux parcours orthodoxes des acteurs du champ. Ici encore, c'est au sein des marchés et des espaces marchands que ces socialisations ont lieu.

Un éthos pondérateur inversé ? Quelques profils hétérodoxes qui ont migré vers la finance

Peut-on pour autant affirmer que ces dimensions hétérodoxes sont nécessairement adossées à des structures orthodoxes ? Si ce cas est en effet le plus fréquent dans le champ et parmi nos enquêtés, il existe—plus rarement—des acteurs qui se caractérisent par un parcours initialement externe à la finance, qui ont fini par entrer dans les espaces financiers par la porte de l'impact investing. C'est en particulier le cas de Claire Delastre, d'Omnis, qui, après une formation dans le développement international, a cherché à travailler dans la finance en raison du poids de ce secteur et du levier qu'il peut représenter sur le plan social et environnemental :

> « Moi j'avais fait une formation qui était plutôt finalement pour le développement international. Et quand je suis arrivée ici à Genève pour à l'époque travailler aux Nations unies, sauver le monde, c'était beaucoup plus l'environnement qui embauchait, et donc petit à petit je me suis retrouvée portée sur cette vague, donc j'avais commencé avec UNEPFI[244], en 2010 […]. Et du coup, c'était, je pense, une révélation pour moi […]. C'était quelque chose qu'on avait très peu abordé dans mes études. C'est vraiment le rôle de la finance dans tout ce qui

[243] Nous discutons l'utilisation de ce terme dans le chapitre 2 de la thèse.
[244] L'initiative financière du programme des Nations unies pour l'environnement. Son but est de mobiliser des ressources issues du secteur financier pour résoudre des problèmes environnementaux.

> touche le développement international, mais surtout le développement durable en plus grand. Oui, je pense que […] ça n'a pas été un choix à la base, mais après, clairement, j'ai bien vu les liens et l'importance du système financier donc j'étais ravie de continuer dans le domaine. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

Sandra Moulin, de Steelax, a une trajectoire qui a des similarités avec celle de Claire Delastre. Pour elle, la finance a davantage été un moyen pour agir dans le domaine du développement durable, plutôt qu'une fin en tant que telle :

> « Moi clairement, je n'étais pas intéressée par la finance. Il fallait que j'en fasse en tronc commun, […] mais ça m'intéressait pas vraiment et j'ai commencé à m'intéresser à la finance quand je me suis rendue compte qu'elle pouvait s'appeler 'finance durable' ou 'finance à impact', en stage de fin d'études, au Ministère du développement durable français. Donc vraiment, j'ai découvert ça très tardivement et je me suis dit que ça pouvait être un bon levier de développement des pratiques responsables dans les entreprises parce que… voilà, l'argent est ce qui permet de faire beaucoup de choses dans notre système économique ; donc c'est seulement à ce moment-là que je m'y suis intéressée et j'étais vraiment plutôt pas intéressée—ou j'avais un avis très négatif sur la finance et je ne pensais pas que c'était fait pour moi à l'époque, de toute façon. » (Sandra Moulin, ESG Analyst, Steelax)

En somme, des contre-exemples à la prédominance des dimensions orthodoxes dans les parcours existent. Mais parmi nos interviewés, ils sont très rares, tout comme le montrent les analyses statistiques réalisées plus haut.

En fin de compte, l'étude de ces trajectoires a permis de mettre en évidence la manière dont de tels parcours se structurent : que ce soit par une socialisation scolaire, professionnelle, ou encore une expérience épiphanique, l'acquisition d'un intérêt pour la finance durable des enquêtés du champ reste bien souvent adossée à des parcours dont la colonne vertébrale demeure très orthodoxe. Les « éthos pondérateurs » qui en résultent développent ainsi des formes d'engagement étroitement liés à ces univers financiers, et nettement à l'écart des espaces politiques ou militants. Ainsi, quelles formes de moralités marchandes ces engagements tempérés engendrent-ils ? Et comment comprendre ces moralités au prisme des pratiques étudiées précédemment ?

b. De l'éthos pondérateur aux moralités marchandes dépolitisées

Carollo et Guerci (2018) ont examiné la manière dont les « *managers* durabilité » en entreprise établissent un équilibre entre valeurs morales et intérêts économiques de leur entreprise. Ils montrent notamment qu'une tension se déploie entre ces deux pôles, donnant lieu à des tentatives de conciliation de ces objectifs. Cela peut notamment se manifester par une conception interpénétrée des objectifs de l'entreprise et des valeurs, ou encore par la simultanéité de l'action morale et de l'action économique. Parmi nos enquêtés, un enjeu similaire apparaît, dans la mesure où ceux-ci occupent, comme nous l'avons montré, des postes ancrés dans des logiques marchandes

et informés par des parcours scolaires en *business*, mais qui restent définis par un rapport étroit à diverses considérations morales. Selon Comby (2022), les éthos pondérateurs qui débouchent de ces parcours se caractérisent par un rapport relativement ténu à l'engagement, maintenant à l'écart les formes politiques et militantes de celui-ci. Ceci impliquerait notamment des manifestations dépolitisées (Comby, 2015, 2017) des causes défendues, ne reposant pas nécessairement sur une critique directe des systèmes économiques existants, en l'occurrence, ici, la finance.

Dans le chapitre 2, nous avons déjà pu observer des éléments validant cette hypothèse, lorsque nous relevions une adhésion forte des acteurs du champ aux logiques d'autorégulation et d'efficacité des marchés et de l'utilisation d'une rhétorique « *win-win* » pour désigner la conciliation des impacts sociaux et environnementaux, et des rendements économiques des investissements. Dans cette section, nous proposons de revenir sur ces éléments constitutifs d'une moralité dépolitisée, à l'échelle des individus, en montrant comment celle-ci s'ancre dans les parcours précédemment analysés, mais aussi dans les discours que les acteurs portent sur ces derniers. Nous verrons ainsi en quoi ces « éthos pondérateurs » nourrissent des moralités marchandes dépolitisées et favorisant l'intégration de la morale et des enjeux économiques (Barman, 2022 ; Bereni, 2023 ; Bosvieux-Onyekwelu et Boussard, 2022), plutôt que leur opposition.

Les structures d'une moralité dépolitisée

Nous avions examiné dans un précédent article la manière dont l'impact investing, à l'échelle globale, est cadré par le GIIN autour d'un discours dont nous avons théorisé la dimension *« win-win »*, ou *« gagnant-gagnant »* (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022). Ce discours repose sur l'idée d'une conciliation entre intérêts économiques et intérêts moraux, au cœur de la promesse de l'impact investing. Nous montrions que cette approche, que nous appelions « solutionnisme financier », s'appuie sur la mise en avant de solutions à des problèmes, sans chercher à attribuer la responsabilité de ces problèmes. Par exemple, plutôt que d'examiner les causes ou les entités responsables du réchauffement climatique, il s'agit de se focaliser sur le développement de technologies permettant de le réduire. Autrement dit, elle se construit sur une logique peu critique et politiquement neutre. À l'échelle du champ de l'impact investing genevois, on observe un lien fort entre les éthos pondérateurs de nos enquêtés et le développement de moralités marchandes construites sur ce modèle dépolitisé et peu critique.

En effet, chez nos enquêtés, c'est également la logique que nous appelons *win-win* qui porte le plus souvent l'engagement lié à la pratique de l'impact investing, en opposition à ce que serait un

militantisme critique des marchés financiers ou même du modèle capitaliste. Ainsi, Caroline Dubas, Head of Research chez Hecate, qui a été socialisée à la finance durable lors de cours d'économie, a construit son engagement dans la finance durable autour d'une conception gagnant-gagnant ne remettant pas en question le *« système capitalisme »*, ni ne *« [brimant la] croissance »* :

> « Je suis... on va dire entré en contact avec le concept de 'développement durable' lors de mes études […]. Donc on est un au milieu des années 90, et j'ai eu un cours d'introduction à l'économie politique etc. [et le professeur] nous a introduit ce concept, en fait, du rapport Brundtland, par la recherche de l'équilibre entre une croissance économique, et puis les facteurs sociaux et environnementaux. Et j'ai trouvé ça assez fascinant, parce qu'il y avait pas le coté dogmatique, il y avait pas une notion de libéralisme à outrance pour la croissance économique mais surtout il y avait pas une volonté de brimer—on va dire—cette croissance, en tout cas ce système capitaliste, avec des notions sociales ou environnementales ; il y avait vraiment cette notion de dire : 'finalement, on va se retrouver dans une situation *win-win* ; en tout cas, on recherche cette situation *win-win'*. Et donc voilà, j'ai trouvé ça assez fascinant. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

De même, Nina Langlois, de Steelax, explique que la découverte de la finance durable en école de commerce et à la LSE lui a permis de *« combiner »* ses intérêts :

> « Pour moi, ça été vraiment une belle découverte, parce que ça matchait avec mes intérêts pour la finance et la combinaison avec la résolution… Enfin, utiliser la finance comme outil pour résoudre, trouver, apporter des solutions aux enjeux environnementaux ou sociaux. Donc c'était vraiment la combinaison entre finance comme outil et moyen de *leverage* pour permettre l'accélération de la mise en place de projets et le changement d'échelle aussi via la finance et la combinaison avec le sens que je pouvais y retrouver derrière. » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

D'une autre manière, Anna Meunier, de Lime, affirme une grande croyance dans le rôle du *« secteur privé »* dans la résolution des problèmes sociaux et environnementaux, voyant ainsi dans l'impact investing une conciliation *« intéressante »* de ces deux composantes. Elle fait la continuité entre sa formation commerciale et la *« cause sociale ou environnementale »* :

> « Je pense que le secteur associatif a un rôle très, très important à jouer. Le secteur public aussi évidemment… Mais voilà, j'étais vraiment persuadée qu'il y avait un rôle qui était lié au secteur privé et c'était le but de l'entrepreneuriat social et de tous les entrepreneurs qu'on a suivis quand j'étais étudiante et des modèles qu'on a étudiés. Donc vraiment je trouvais ça très intéressant de travailler sur des modèles privés au service d'une cause qui peut être elle sociale ou environnementale, un service de l'impact de manière générale. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

En somme, un engagement dans la finance durable apparaît ici très compatible avec les dispositions orthodoxes de ces acteurs à l'égard de la finance. En d'autres termes, la dimension « durable » ne disqualifie jamais la dimension « finance ». Au contraire, elle la valorise, en faisant de la finance un *« outil pour résoudre, trouver, apporter des solutions »*, comme cela a déjà pu être observé pour les problématiques de RSE (Gond et Moon, 2011 ; Igalens et Gond, 2020). À ce titre, la moralité marchande développée par ces acteurs dans les discours cités est empreinte d'un « solutionnisme financier », consistant à diagnostiquer des problèmes (la faim dans le monde, les enjeux

environnementaux, etc.) et à mettre en évidence les solutions qu'une finance d'impact pourrait leur apporter, comme l'indique le PDG d'Omnis :

> « Les ressources actuellement disponibles pour le secteur public et la philanthropie privée ne sont pas suffisantes pour résoudre les problèmes mondiaux avant que le point de non-retour ne soit atteint. Nous pensons que l'investissement d'impact peut aider à débloquer et à mobiliser des ressources supplémentaires pour le développement durable, et compléter les efforts du secteur public et de la philanthropie privée. Vu que les marchés financiers représentent environ USD 300 mille milliards, pouvoir y accéder peut résoudre le problème du financement de solutions à grande échelle pour les ODD. » (Halder Pandey, Omnis, par email)

Ainsi, comme l'indique Caroline Dubas, l'enjeu n'est pas de critiquer ou de *« brimer »* la croissance ou le libéralisme, mais d'en faire une solution. Il ne s'agit pas d'attribuer des responsabilités aux problèmes, mais de se concentrer sur leur possible résolution—ce qui diffère d'une approche militante critique et politisée (Comby, 2015, 2017), c'est-à-dire ancrée dans des mouvements souvent contestataires, portant un regard ouvertement critique sur certains courants et décisions politiques, attribuant des responsabilités, formulant des revendications, et éventuellement plaçant ces dernières dans une idéologie politique plus large. Dans cette perspective, lorsqu'on les interroge sur leur rapport à des approches alternatives de l'économie ou à la croissance, ces acteurs à l'approche peu politisée prônent une *« bonne croissance »*, un système économique *« équilibré »*, plutôt qu'une approche critique dudit système :

> « Alors, on remet en cause dans notre modèle la notion de croissance, de croissance quantitative. De croissance économique, de croissance économique quantitative. Bien sûr, si on reste uniquement à considérer le chiffre d'affaires d'une entreprise, ses bénéfices ou au niveau plus macro et mondial le GDP, ça ne nous intéresse absolument pas. […] Donc si on parle d'économie régénératrice aussi, c'est regarder les écosystèmes et parler de résilience et d'équilibre. On peut avoir une croissance économique qui est équilibrée. Vous regardez comment fonctionne une forêt, les arbres ne montent pas au ciel mais ils sont en croissance et c'est une croissance des uns par rapport aux autres. Il n'y a pas de compétition entre les arbres de la même espèce. Donc cette croissance réfléchie, en amont, on prend de la hauteur et on regarde comment on veut croître, bien sûr, on est très positif. Je pense que les personnes qui parlent juste aujourd'hui de décroissance font un pas en arrière. Ce que nous on va vouloir mettre en place, c'est un pas de côté. Ce qui est différent. […] La croissance n'a pas à être limitée si on respecte certaines règles d'équilibre. » (Jules Baum, Managing Partner, Regenae)

Ainsi, à travers ces discours, nous pouvons alors caractériser des éléments de moralité de premier ordre (Abend, 2014) chez les acteurs du champ, c'est-à-dire leurs conceptions générales de ce qui est bon ou mauvais, désirable ou non, et comprendre comment ces moralités individuelles s'articulent avec les moralités des pratiques du champ et les principes autorisant leur diversité. En l'occurrence, ces moralités individuelles se structurent autour de la capacité de l'économie de marché à résoudre des problèmes (environnementaux, sociaux, de répartition des richesses) mais rarement autour de l'attribution de la responsabilité des marchés ou de leurs impacts négatifs sur ces problèmes. Lorsque cette attribution a lieu, c'est essentiellement pour désigner des

dysfonctionnements, ou des *« dérives »* de la finance (comme l'indiquait Jules Baum), plutôt que de pointer des institutions ou des systèmes en tant que tels.

Cette conception morale suggère que de tels dysfonctionnements peuvent être résolus de manière interne, par les mécanismes du marché. Par exemple, dans les propos de Jules Baum, on peut noter l'emploi des notions de *« résilience »* et d'*« équilibre »*. Selon lui, la dimension durable de la finance n'est qu'une mutation nécessaire pour le maintien de l'économie face aux prochaines évolutions environnementales :

> « Les chocs qui vont arriver, dus [au] changement climatique ou à cause tout simplement de la pollution, il va falloir avoir un modèle économique qui va être capable d'absorber ces chocs, ce qu'on appelle la résilience. Et l'impact tout seul n'est pas la résilience. Donc ce cadre d'économie régénératrice est pour accompagner les entreprises qui font déjà peut-être sur un point de leur chaîne de valeur, ou une partie de leurs activités, bien les choses, fait les choses en sorte qu'elles les fassent encore mieux dans ce cadre d'économie régénératrice qui pour nous est vraiment l'avenir qu'il faut construire en termes économiques pour apporter de la résilience au prochain choc que nous allons vivre. » (Jules Baum, Managing Partner, Regenae)

Ainsi, l'idée est moins de remettre en question un système, que de noter la supposée inévitabilité de son adaptation *via* les *« disruptions »* :

> « Une certaine finance, comme un certain nombre d'entreprises sont encore au cœur du problème. Et normalement, je pense qu'elles vont disparaître. C'est-à-dire que si on parle de disruption, la disruption n'est pas technologique, la disruption est environnementale et sociale. […] Et je pense que le mot 'durabilité' ou 'impact' sera amené à disparaître parce que si, dans quelques années, vous n'avez pas un investissement qui soit dirigé vers cette nouvelle économie, qui est une économie de préservation et de régénération, vous disparaîtrez de vous-même. » (Jules Baum, Managing Partner, Regenae)

Cette conception suppose que les actifs non durables perdront de la valeur à mesure que les problèmes environnementaux se multiplieront. Typiquement, on parle d'actifs échoués pour qualifier les actifs issus de l'industrie de l'énergie fossile, dont la valeur pourrait décroître dans les années à venir (Van Der Ploeg et Rezai, 2020). Bref, il s'agit d'une moralité qui n'est pas politiquement critique du fonctionnement actuel de la finance, mais qui suppose qu'elle s'adaptera, mécaniquement, aux prochains chocs. D'autres marchés moralisés optent pour cette approche non critique et peu culpabilisante à l'égard des clients, où la stratégie consiste moins à s'opposer aux marchés non moralisés, qu'à en proposer une *« alternative »* (Chaput et Paulsson, 2023).

Enfin, cette moralité, très ancrée dans les logiques des espaces marchands, et en particulier celui de la finance, s'accompagne d'un scepticisme et d'une mise à l'écart d'autres formes de moralités, plus critiques, en particulier les moralités issues des milieux militants. Cette observation est en phase avec les travaux de Bereni & Prud'Homme (2019) et, sur d'autres objets, de Comby, (2022), qui montrent respectivement que les « professionnels de la vertu » et leurs « éthos pondérateurs » favorisent généralement un engagement au plus près des intérêts économiques de leur entreprise,

et à l'écart des *« dimensions polémiques, conflictuelles, critiques associées au monde militant »* (Bereni & Prud'Homme, 2019, p. 193).

Parmi nos enquêtés, le terme « militantisme » n'est pas rejeté en bloc, dans la mesure où certains acteurs voient dans leur activité un engagement qui pourrait y être associé, puisqu'il implique des *« prises de positions »* (Caroline Dubas, Hecate). D'autres, plus anciens dans le milieu de la finance genevoise, comme Gaspard Leblanc ou Kristina von Braun, associent la notion de « militantisme » aux premiers moments de l'impact investing, quand cette pratique n'était pas encore *« mainstream »*. Pour autant, plusieurs des interviewés témoignent d'un scepticisme à l'égard de cette catégorie, lorsque nous les interrogeons à ce sujet. Par exemple, Anna Meunier, de Lime, reconnait l'engagement qu'il peut y avoir derrière l'implication dans l'impact investing, mais tient à l'écart le *« terrain politique »* et toute *« position radicale »* :

> « Je pense que pour pouvoir parler au secteur privé, il faut pas qu'on soit trop militant. Il faut qu'il y ait un *balance* et qu'on puisse parler à la fois à des investisseurs des ONG et des investisseurs publics et des investisseurs privés. Et voilà, si on se positionne comme des écologistes enragés ou... C'est toujours très intéressant, c'est très important de discuter beaucoup avec les ONG et avec des acteurs très militants. Notamment pour comprendre ce qui est le plus important, dans quoi il vaut mieux investir, quel est l'impact sur les communautés locales, voilà, ce genre de choses. Mais nous en tant qu'institution, c'est une institution quand même financière Lime, voilà, ça reste un gestionnaire d'actifs et pour parler au secteur privé, il faut, je pense, ne pas avoir une attitude trop... enfin, il faut être neutre. Il faut être engagé, bien sûr, pour des causes comme les objectifs du développement durable. Mais après, on va pas prendre de positions radicales et on va surtout pas aller sur un terrain politique en tant qu'acteur de l'impact investing. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

Cette mise à l'écart de la radicalité et de la notion de militantisme peut prendre plusieurs formes. Nous avions par exemple vu dans le premier chapitre que Pierre-Luc d'Autane mettait en cause les ONG qui critiquent la microfinance. Il assurait ainsi qu'une banque de microfinance est généralement *« plus sociale qu'une ONG »*, du fait de ses résultats.

En fin de compte, la moralité dépolitisée à l'œuvre au sein du champ genevois de l'impact investing est structurée autour de quatre principaux axes : 1) l'ancrage dans des expériences et parcours orthodoxes s'accompagnant de discours concevant les dispositifs marchands et financiers comme des solutions efficaces ; 2) le refus explicite d'une critique forte à l'égard de ces dispositifs, au profit d'une approche solutionniste ; 3) une critique ténue de ces dispositifs fondée sur des conceptions voyant dans les évolutions du marché une adaptation automatique aux perturbations de notre époque (en particulier, le changement climatique) ; 4) la mise à l'écart d'un engagement militant ou politique. Ces axes construisent les contours de ce que nous avons appelé une morale « dépolitisée », qui s'appuie sur les parcours orthodoxes des individus qui la portent, et la forte

endogénéité aux espaces financiers du projet de moralisation marchande qu'est l'impact investing à Genève.

Conclusion : de la moralité dépolitisée aux moralités fragmentées et permissives de l'espace des pratiques

Dans le chapitre 2, dédié à l'étude des pratiques et moralités des praticiens de l'impact investing, nous notions le caractère diffus de ces dernières, et la permissivité qui les accompagnait. Nous montrions notamment que cette permissivité morale octroyait à l'impact investing une grande plasticité à la fois pratique et définitionnelle. D'ailleurs, nous mentionnions déjà que cette liberté dont les acteurs du champ jouissent pour définir et pratiquer ce qu'ils nomment « impact investing » relevait le plus souvent d'une croyance dans l'efficacité des mécanismes marchands, plutôt que dans l'harmonisation collégiale ou la régulation externe. En mettant au jour, comme nous venons de le faire, les axes qui définissent la moralité de premier ordre de ces individus et son ancrage dans les dimensions marchandes de la pratique, nous consolidons cette hypothèse et comprenons 1) pourquoi les acteurs de la finance d'impact genevoise placent individuellement une importante confiance dans les mécanismes et les dispositifs endogènes de la finance et ainsi 2) comment les morales individuelles s'articulent avec les moralités (ancrées dans des pratiques) du champ. En effet, malgré une critique ténue exercée à l'égard de ce que certains enquêtés appellent les *« dérives »* de la finance, ces acteurs n'inscrivent pas dans leurs principes moraux une opposition à la finance conventionnelle. Ceci explique notamment pourquoi les frontières entre les différentes moralités à l'œuvre dans le champ et entre les définitions plurielles de l'impact investing qui en résultent sont peu marquées au sein du champ, même lorsqu'elles débouchent sur certaines pratiques très proches de la finance conventionnelle. Autrement dit, la diversité des moralités et des conventions analysées dans le précédent chapitre et cette proximité avec la finance classique trouvent, avec cette moralité dépolitisée, un autre facteur, qui, à l'échelle des individus, lui permet de prospérer.[245]

Ainsi, lorsque nous leur demandons leur avis sur la finance conventionnelle, nos enquêtés n'exercent jamais de discours critique à son encontre. Au contraire, certains insistent sur son *« rôle essentiel »*, malgré des *« adaptations »* nécessaires :

> **Question (par email) : « Omnis est-elle une organisation critique vis-à-vis de la finance traditionnelle[246] ? »**

[245] En effet, nous mettions ces facteurs en évidence dans le *Tab. 7* du chapitre 2, et cette moralité vient alors les renforcer, mais au niveau individuel.
[246] Finance « traditionnelle » signifie « conventionnelle » dans la plupart des échanges avec les enquêtés.

> Halder Pandey (par email) : « Non, la finance traditionnelle joue toujours un rôle essentiel pour l'efficience de l'économie, le financement de l'innovation et de l'entreprenariat, et le bon déroulement du commerce international. Sa conception à l'époque de l'école de Chicago ou de la théorie moderne du portefeuille s'est réalisée dans des contextes très différents qu'il faut apprécier avec une perspective historique. En revanche, l'industrie financière doit s'adapter aux nouveaux impératifs normatifs et planétaires, ce qu'elle a déjà fait à plusieurs reprises ces dernières décennies, suite à de grandes crises, ou lors de la création de nouvelles classes d'actifs comme le capital risque ou les *hedge funds*, et lors de l'apparition de nouveaux marchés et de nouvelles technologies. »

D'autres, comme Raphaël Brunner, qualifient même la finance conventionnelle d' *« allié »*, en raison de ses mutations progressives vers des opportunités d'investissement dites durables :

> **Enquêteur : « Est-ce que la finance traditionnelle est un adversaire, ou pas ?**
>
> Raphaël Brunner : « Non. Je crois pas. Les adversaires, c'est les sceptiques. C'est les personnes qui pensent qu'au profit. L'adversaire, c'est l'avarice. Le court-termisme. Mais non, il n'y a pas de… Pour moi, il faut que ça devienne plus *mainstream*. Et puis que l'industrie de la finance l'intègre. […] On a vu le rachat de Green Lotus. Maintenant le rachat de Straviam par Hecate[247]. Il y a des transactions qui se font. Et on le voit, parce que forcément, il y aura cette transmission de patrimoine, il y a cette transition démographique, les *baby-boomers* qui tirent leur révérence. Les *millenials* qui veulent faire de l'impact investing. Les banques le ressentent bien, les gérants aussi. Pour moi, c'est pas des adversaires, c'est des alliés. »

En somme, ces conceptions morales n'impliquent pas de ligne de fracture entre l'engagement dans l'impact investing et les formes traditionnelles de la finance. Malgré une volonté de se démarquer et de critiquer *« les dérives »* de ce que Jules Baum appelle *« une certaine finance »*, la continuité avec cette dernière n'est pas fondamentalement remise en cause, comme l'indique Bruno Reymond, d'Harmony :

> « Là, on est vraiment dans l'ambivalence de l'impact. C'est que, en partie, je pense qu'on est critique parfois, par rapport aux dérives et autres. Mais en partie, on est vraiment intégré à tout ça. […] Des fois, sur certains éléments, j'ai l'impression qu'on [prend] la finance traditionnelle comme une référence parce que sur certains éléments on va dire : '[…] il faut le risque-rendement' C'est vraiment le *benchmark*, la référence, […] c'est le mode de pensée. Et puis après, sur d'autres éléments, on pourrait être plus critique. Mais ce qui fait pour moi vraiment qu'on tend de plus en plus vers la finance traditionnelle, c'est plus la structure du capital. Quand vous êtes dans une structure du capital actionnarial avec des objectifs de rendement fort, forcément vous tombez vers une société anonyme, et donc les logiques sont des logiques propres à n'importe quelle société financière et ça je le vois quand même comme un effet structurel fort, en dehors des valeurs. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Nous l'avions vu également dans le précédent chapitre : les dispositifs de mesure des impacts présentent de nombreux biais et discontinuités, et les discussions avec les investisseurs portent le plus souvent davantage sur les attentes en termes de rendement-risque, que sur la complexité de l'évaluation des impacts sociaux ou environnementaux.

[247] Raphaël Brunner fait référence à deux rachats d'entreprises d'impact investing par des institutions financières conventionnelles suisses ou appartenant à des groupes suisses pratiquant des investissements conventionnels. Ces événements sont examinés dans le chapitre 1 de la thèse.

Ainsi, au terme de cette section, une nette continuité apparaît entre les parcours des praticiens de la finance d'impact, leur moralité marchande ancrée dans des formes orthodoxes des pratiques d'investissement, et des (moralités) pratiques de l'impact investing différenciées (*cf.* chapitre 2), appuyées sur des définitions permissives et des mesures d'impact idiosyncrasiques, qui s'assemblent dans diverses conventions de qualité. En identifiant les parcours professionnels, scolaires, et discours des enquêtés du champ, nous avons donc montré que ces éléments supportent des moralités individuelles à la fois dépolitisées et solutionnistes. De telles moralités marchandes au niveau individuel s'articulent alors aisément avec la permissivité des pratiques et moralités à l'échelle du champ : par leur dispositions morales dépolitisées, peu critiques, et enthousiastes à l'égard du rôle des marchés, les acteurs individuels reflètent la structure du champ mise en évidence dans les précédents chapitres, organisé selon des mécanismes essentiellement marchands, et autorisant, selon ce principe, une grande variété d'interprétations de la moralité dont le mouvement de l'impact investing se réclame (*cf. Fig. 56*).

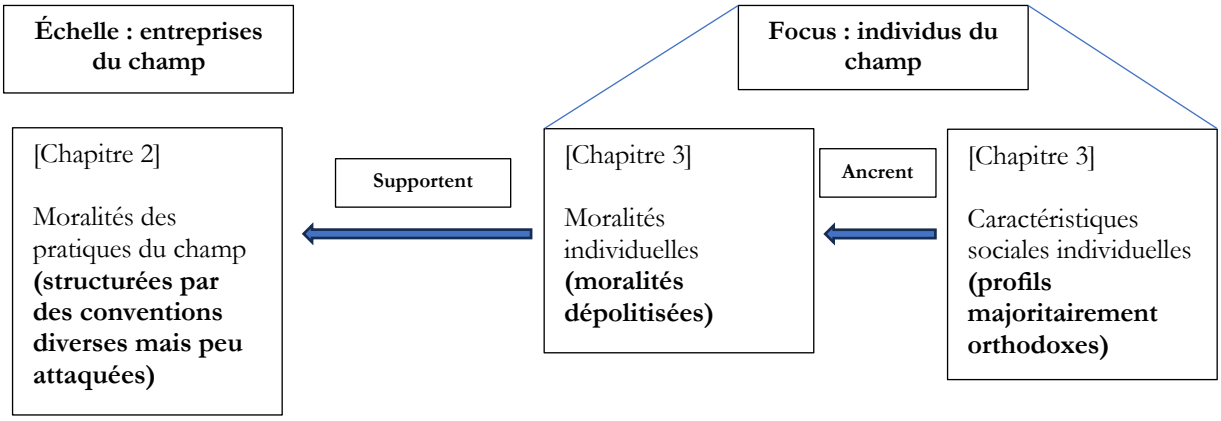


Figure 56 — Résumé de l'argument, complété

Bien que ces différents éléments ne puissent pas systématiquement être causalement reliés, leur identification permet de mettre au jour dans l'impact investing genevois une forme de moralisation marchande structurée par des dynamiques et des principes moraux endogènes aux espaces financiers classiques, et informant fortement ses pratiques, des individus qui le composent, jusqu'au champ dans son ensemble.

IV. Quelle variété des profils pour quelle variété des pratiques dans le champ ? Les dynamiques d'un marché moralisé

Les précédentes sections de ce chapitre ont établi des liens étroits entre parcours, moralités et pratiques, mettant en avant la forte endogénéité de ces différentes variables dans le champ de la finance d'impact genevoise et ses effets concrets. Ces analyses ont permis de comprendre comment, à l'échelle des individus, la diversité des moralités actives dans les conventions du champ est rendue possible par des moralités dépolitisées. En revanche, peut-on relier plus directement la moralité dépolitisée largement répandue chez les individus aux diverses pratiques de ce même champ exercées par différentes organisations ? Quelle correspondance observer entre des profils largement imprégnés par des dimensions orthodoxes et un champ donnant à voir des pratiques nourrissant diverses conventions incarnées par des *asset managers* variés ? Pour cela, nous proposons de considérer le champ de l'impact investing genevois comme un espace marchand moralisé qui est aussi dynamique. Nous nous inspirons ici des travaux de Balsiger (2021), qui rappelle l'importance de la diversité des dynamiques au sein d'un marché moralisé. Cette approche appelle à une prise en compte des positions réciproques des différents acteurs qui le composent, de leurs stratégies et de leurs objectifs économiques et idéologiques. Il distingue ainsi différents types d'acteurs, occupant différentes positions au sein de tels marchés et y constituant différents pôles. Dans ce modèle, ceux-ci peuvent se répartir selon deux principaux axes : un axe qui oppose des approches « centripètes » (tournées vers la pureté de la cause morale initiale) à des approches « centrifuges » (qui tendent à étendre la cause vers des acteurs ou modèles économiques plus conventionnels) ; et un autre axe qui distingue les approches *for profit* aux approches *non-profit* (dans une perspective plus militante).

Dans le cas de la présente étude, ce modèle ne peut pas être employé comme tel, car notre champ se caractérise par un faible degré d'engagement militant et une prédominance des logiques *for profit*, ce qui rend le second axe moins pertinent. En revanche, le degré de fidélité à la cause morale (*vs* l'importance de la réalisation de profits économiques) est une dimension que nous avons rencontrée à plusieurs reprises dans le matériau exploité, en particulier dans les différentes pratiques de l'impact investing, y compris dans la mesure des impacts et la précision de ces processus (*cf.* chapitre 2). Nous pensons donc qu'il est cohérent d'appliquer cette approche à notre cas.

Dans le modèle proposé par Balsiger (2021), les différents pôles des marchés moralisés sont caractérisés à la fois par les stratégies économiques, idéologiques, et les capitaux possédés par les

individus et/ou organisations qui les forment. Ainsi, un « capital activiste » accru sera observé au sein d'entreprises sociales, alors que le « capital économique » sera davantage une modalité de positionnement des entreprises conventionnelles du champ. Dans la mesure où nous avons examiné les liens entre les profils (majoritairement orthodoxes, académiquement et professionnellement) et les moralités (généralement dépolitisées et diffuses), nous proposons à présent d'analyser la manière dont les variations parmi les profils du champ révèlent des positionnements différents (ou pas) en termes de moralités et de pratiques, en particulier selon l'axe centrifuge/centripète.

Autrement dit, bien que les profils des acteurs du champ se caractérisent par la présence généralement dominante de modalités orthodoxes, les variabilités entre ces profils reflètent-elles des rattachements à des organisations d'impact investing différentes dans le champ ? Pour cela, nous ne considérerons pas des groupes d'individus isolés : nous les regrouperons par organisations. Ainsi, nous chercherons à identifier le positionnement que chacune des organisations occupe au sein du marché moralisé, sur la base des profils des acteurs individuels qui les composent. Nous questionnerons alors la diversité du champ, et sa structure au regard des dynamiques identifiées par Balsiger dans la plupart des marchés moralisés.

a. Les dynamiques observables sur le plan factoriel : un pôle ONG qui semble se détacher, mais des profils peu différenciés

Pour observer ces potentielles variations, nous proposons d'examiner à nouveau l'analyse factorielle exécutée précédemment, en ajoutant, dans les variables illustratives, la variable de l'organisation d'appartenance des individus. En tant que variable illustrative (ou « supplémentaire »), elle n'influence pas la construction des axes et la position des individus dans le plan. Elle permet en revanche d'identifier des proximités ou écarts entre les individus, en fonction de leur appartenance organisationnelle (*cf. Fig. 57*).

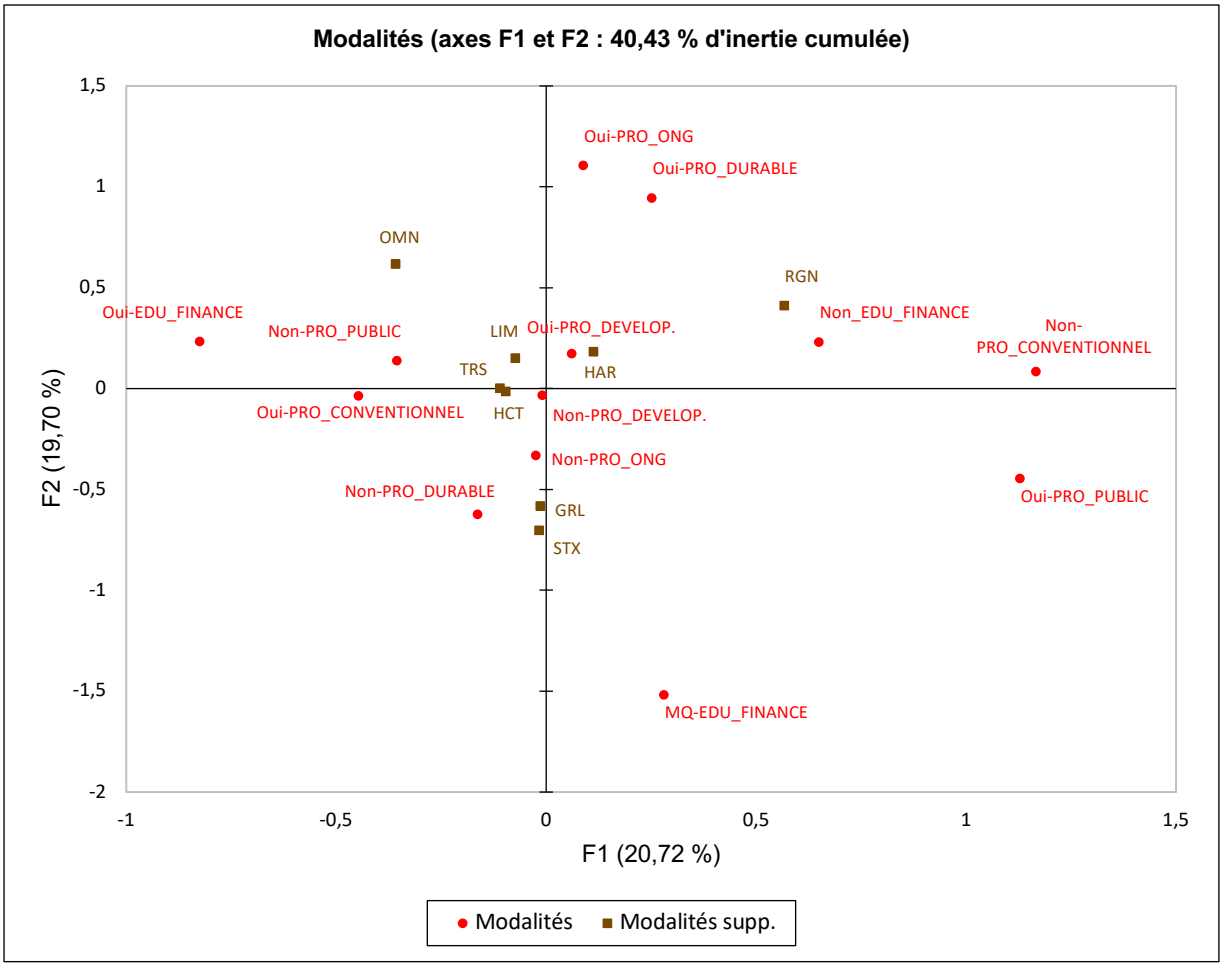


Figure 57 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives et supplémentaires, avec organisations

L'observation du plan factoriel ne met pas en évidence d'importantes variations de positionnement entre les différentes organisations observées, à l'exception d'Omnis et de Regenae, qui s'éloignent du cluster central. D'une part, Omnis et Regenae s'éloignent horizontalement l'un de l'autre, signifiant la présence plus fréquente de profils moins orthodoxes chez Regenae. D'autre part, les deux s'éloignent aussi légèrement vers le haut du plan, signifiant, en leur sein, une présence plus forte d'individus avec des parcours marqués par des expériences dans des ONG et en finance durable.

Peut-on alors lier les parcours un peu plus atypiques dans ces entreprises à un positionnement stratégique différent de ces deux organisations au sein du marché ? En ce qui concerne Regenae, son positionnement se rapproche nettement d'un pôle centripète, défini par des profils à la fois moins orthodoxes, et plus marqués par des passages en ONG. Le cas d'Omnis est moins clair, car il présente une part importante de profils orthodoxes, tout en étant compatible avec des profils passés par des ONG, ou des organisations en finance durable. Les deux organisations se caractérisent par les plus petits montants d'actifs sous gestion (100M USD ou moins) dans le

champ, et restent relativement éloignés d'une approche *« mainstream »* de l'impact investing, comme nous l'avions montré dans l'identification des pôles de pratiques dans le second chapitre. De ce point de vue, on pourrait les associer à des acteurs légèrement plus « puristes » du marché (plutôt centripètes), dans la terminologie de Balsiger (2021), d'autant plus que deux interviewées issues de ces deux entreprises (Claire Delastre et Clothilde Heger) ont manifesté, comme nous l'avons vu dans le chapitre 2, une réticence à l'inclusion d'investissements cotés dans les stratégies d'impact investing.

Pour autant, la concomitance des profils d'acteurs et des positionnements de ces entreprises dans le champ a une portée explicative limitée. Si l'on cherchait à interpréter nos axes factoriels selon la terminologie de Balsiger (2021), nous dirions que l'opposition centrifuge/centripète se déploie dans une combinaison des deux axes : le pôle centripète est situé en haut selon l'axe vertical et à droite selon l'axe horizontal. Inversement, le pôle centrifuge se situe en bas, et plutôt à gauche du plan. Ainsi, notre analyse montre que cette opposition ne peut pas être retranscrite de manière simple dans ce plan factoriel qui ne reflète pas parfaitement les différences de pratiques que nous avons mises en évidence dans le précédent chapitre. En particulier, le statut « puriste » d'Omnis n'est pas en adéquation avec son positionnement sur la gauche du plan (vers les profils orthodoxes). De plus, les autres entreprises restent très peu distinguables, car elles semblent posséder des profils très similaires, étant très concentrées vers le centre du plan factoriel.

b. Le rôle des dynamiques temporelles et de la professionnalisation du champ

Ces observations permettent de conclure que les profils scolaires et professionnels des acteurs du champ ne se distinguent pas de façon radicale en fonction des différentes organisations, et que ces distinctions sont trop ténues pour délimiter des rôles pour ces organisations dans le marché moralisé de l'impact investing. Ainsi, comment comprendre 1) cette forte concentration des profils et 2) comment identifier les positionnements des différentes organisations dans le champ ? La stratégie explicative que nous proposons à présent d'adopter consiste à examiner ces organisations de manière diachronique et à mettre en évidence leurs évolutions au cours du temps.

Des profils uniformément orthodoxes, résultat d'un processus de professionnalisation

Observer les profils des individus issus de ces organisations aujourd'hui ne permet pas de rendre compte de leur positionnement initial. En effet, d'après plusieurs de nos enquêtés, ces profils ont globalement évolué, depuis l'émergence des premières entreprises d'impact investing dans les

années 2000, vers une professionnalisation du champ, impliquant aujourd'hui la présence de profils encore plus orthodoxes qu'auparavant. Si la notion de « professionnalisation » est un terme employé par plusieurs acteurs de notre terrain pour désigner l'accroissement des profils formés à la finance dans des parcours orthodoxes, elle est aussi présente dans la littérature sociologique. Elle renvoie à la fois à la sociologie des professions, et en particulier à la constitution et l'institutionnalisation de territoires professionnels (Hughes, 1996) et à la formation professionnelle des individus et à l'acquisition de compétences tournées vers une certaine efficacité dans leur travail (Wittorski, 2008). C'est cette deuxième conception que nous utilisons ici. Elle s'articule correctement avec l'usage qu'en font nos enquêtés qui désignent par ce terme la transition du champ vers le recrutement croissant de profils possédant des compétences professionnelles très spécifiques au milieu de la finance (orthodoxes).

En d'autres termes, les quelques différences entre les organisations sur le type d'employés recrutés se sont progressivement atténuées avec la raréfaction des profils non-orthodoxes. Rappelons ainsi que Clothilde Heger, de Regenae, indiquait que *« de plus en plus »* de profils financiers orthodoxes rejoignent l'entreprise. De son côté, Bruno Reymond, d'Harmony, assimile la *mainstreamisation* de l'impact investing à une diminution des profils issus du monde du développement au profit de profils très financiers :

> « Au début, […] il y avait des gens […] qui étaient très axés terrain, développement, avec une volonté forte. […] Et après, forcément, enfin forcément, pas de manière négative non plus, mais c'est clair que la société grandit, on a besoin d'autres compétences […]. Comme la classe a grandi, le secteur de la finance aussi, on est devenu un peu à la mode. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Chez Green Lotus, Sam Blink se félicite de ce mouvement de professionnalisation et insiste sur la nécessité de son intensification. Il s'agit pour lui de se distinguer d'une approche de type *« ONG »* qui ne garantirait pas le même niveau de professionnalisme, d'efficacité, et de confiance pour les clients (Francois, 2015) :

> "[We need to get] people with hard finance backgrounds engaged and interested and willing to work, actually for less money, but bring that same expertise whether it is in the quality of legal documentation, the quality of compliance systems, the quality of business development, the quality of internal operations functions. […] There aren't that many of us. We are the oldest and the biggest and we are a hundred people with [USD] 3.5 billion under management. So, imagine what it looks like for the smaller organizations which are just starting out. I like the idea of Green Lotus being able to sort of standards and say: 'look, here is what can be done. Here is the level of quality that we can bring to the transactions. Here is the level of operational efficiency that we can show'; and effectively, you look inside this organization, and you see an asset manager and investment manager—and not an NGO. […] And I think that a key for smaller managers, smaller impact entrepreneurs is going to be striking that balance between mission and professionalization. How do you still do what you set out to do while building a company that is going to be viable as a regulated entity and viable as a commercial entity that sophisticated investors, not just rich families or Swiss pension funds, are going to actually look at and say: 'I trust you with my money.'" (Sam Blink, Chief Risk Officer, Green Lotus)

Pour résumer, le champ de l'impact investing genevois a certes été constitué, comme nous l'avons vu au début de cette étude, par des acteurs prenant principalement appui sur les réseaux de la finance traditionnelle de la ville, et issus de ces réseaux ; mais il a attiré, dans les premiers moments de son existence, des profils d'employés non exclusivement orthodoxes, notamment en raison de l'aspect moral du projet, et de rémunérations plus faibles, comme l'ont indiqué plusieurs de nos enquêtés. Ces profils extra-financiers ont été initialement recrutés dans des entreprises occupant un rôle différent dans le champ, comme Harmony qui, comme nous l'indiquions dans le chapitre 1, est un *broker*, et plutôt qu'un gestionnaire d'actif au sens strict, et dont les employés proviennent davantage du monde du développement. Autrement dit, les mécanismes endogènes de l'émergence de l'impact investing genevois semblent s'être articulés, dans certains cas, avec le recrutement d'acteurs externes. Puis, les mouvements de *mainstreamisation* et de dilution du *field frame* (documentés au chapitre 1) ont rendu plus populaire la pratique, et renforcé ou favorisé l'implantation de profils financiers (encore) plus orthodoxes, que ce soit pour leur compétences, dans une logique de distinction par rapport aux ONG, ou en lien avec l'arrivée de nouveaux acteurs originellement positionnés en finance traditionnelle. Bien que nos données ne permettent pas de retracer cet historique en détail, entreprise par entreprise, les discours de nos enquêtés témoignent de ce processus de professionnalisation du champ, qui est aussi une orthodoxisation, en ce sens que ce processus accentue la domination des profils orthodoxes et proches de la finance conventionnelle. Cette observation nous permet d'affiner notre argument sur le rôle des mécanismes financiers endogènes dans le marché moralisé de l'impact investing genevois : cette endogénéité financière s'exprime certes lors de l'émergence du champ et dans les pratiques des acteurs, mais aussi selon une dynamique temporelle qui accentue son importance, en conduisant à une nette prédominance des profils orthodoxes au sein des organisations (et la raréfaction d'autres profils encore présents dans certaines entreprises comme Harmony), *via* leur professionnalisation.

La professionnalisation du champ (et l'orthodoxisation qu'elle implique) a ainsi aplani les différences entre les profils d'acteurs qui composent les entreprises, ce qui permet de comprendre pourquoi celles-ci se distinguent relativement peu en fonction des profils de leurs employés, selon un axe puriste *vs* expansionniste (opposant essentiellement approches centripètes *vs* centrifuges). De toute évidence, les parcours professionnels et les (faibles) volumes de capitaux militants de ces acteurs sont trop similaires pour servir de variables de distinction. Mais si ce mouvement de professionnalisation a touché la plupart des entreprises observées (bien que la plupart furent déjà initialement très professionnalisées), il ne s'est pas accompagné partout des mêmes stratégies. Nous verrons ainsi que le champ de l'impact investing genevois met en jeu des formes de

professionnalisation variées, et discuterons les logiques de distinction stratégique qui s'opèrent dans ce cadre.

La professionnalisation et ses implications stratégiques différenciées

Dans le chapitre 1, nous avons vu que l'émergence des différentes organisations financières constituant le champ de l'impact investing genevois s'appuyait généralement sur des logiques très ancrées dans la finance traditionnelle de la ville, mais répondaient aussi à des stratégies parfois différentes, *via* des scissions, recompositions, reconversions, etc. Voyons à présent, au prisme de la professionnalisation de leurs activités et de leur personnel, comment ces organisations se sont positionnées différemment dans le champ, en particulier selon un axe puriste *vs* expansionniste (opposant des approches centripètes à des approches centrifuges), mettant ainsi en avant des formes de morales marchandes différenciées.

Sur plusieurs aspects, la professionnalisation du champ et la concentration des profils autour d'un pôle orthodoxe l'accompagnant peut être comparée à ce que certains auteurs nomment la « conventionnalisation » des marchés moralisés (voir notamment Guthman, 2004). Ce processus renvoie à la domination progressive d'acteurs et des logiques marchandes conventionnelles au sein d'un marché dit moralisé (par exemple, la montée en puissance des grandes marques et de la grande distribution sur le marché de l'agriculture biologique). Dans le cas de la professionnalisation du champ de l'impact investing genevois, on ne peut pas tout à fait parler de conventionnalisation, car les entreprises étudiées sont *de facto* en grande partie conventionnelles : elles ne sont pas des entreprises sociales, ni des ONG, et reposent sur la réalisation d'un retour sur leurs investissements. Néanmoins, l'accentuation de la domination des profils orthodoxes en leur sein (par exemple à Regenae), la raréfaction de profils externes (à Harmony), et l'émergence de nouvelles entreprises directement issues de la finance classique et conventionnelle (comme Hecate) suivent des principes similaires aux processus de conventionnalisation, à savoir l'orientation progressive vers des mécanismes que l'on retrouve dans les versions « non moralisées » de ces marchés, en l'occurrence, la finance classique/conventionnelle[248].

Nous proposons alors d'étudier la manière dont la professionnalisation du champ de l'impact investing genevois—comme pour une conventionnalisation—s'est déroulée dans notre cas d'étude.

[248] Bien entendu, dans le cas de l'impact investing, l'importance de ce mouvement est à nuancer, dans la mesure où, dès l'émergence du champ, les mécanismes endogènes à la finance conventionnelle étaient déjà déterminants dans les intentions, et la structuration de ces organisations (*cf.* chapitre 1).

Les théories classiques de la conventionnalisation (Guthman, 2004) suggèrent que ce processus conduit à une uniformisation des espaces qu'elle affecte. À l'inverse, nous proposons, en suivant Balsiger (2021), de montrer comment la conventionnalisation peut être exécutée de différentes manières et mener à des différences entre les organisations qui la subissent :

> "Even in markets that become dominated by the economically most powerful actors (conventional businesses), this 'conventionalization' is not necessarily the end of the story. Such domination is also an opportunity for the rise of new dimensions of distinction. Especially purist actors are likely to start putting forward other distinctive criteria in order to differentiate themselves, thus displacing the moral issue and creating new divisions in the field." (Balsiger, 2021, p. 75)

Nous proposons alors d'appliquer cette conception à la professionnalisation du champ de l'impact investing à Genève. Mais plutôt que d'examiner les distinctions entre des acteurs professionnalisés et d'autres non professionnalisés, nous nous demanderons comment ce processus de professionnalisation a affecté de manière différenciée les acteurs du champ, leur permettant de se positionner différemment sur l'axe puriste/expansionniste. Ces variations stratégiques proviennent à la fois de différences dans le passé de ces organisations et des opportunités qu'elles ont rencontrées au cours de leurs récentes évolutions. À partir de quelques exemples issus des organisations du champ, nous montrerons que cette professionnalisation peut se coupler à des stratégies puristes, comme expansionnistes.

D'abord, le mouvement de professionnalisation du champ s'est accompagné, au sein de certaines organisations, d'une dynamique expansionniste et centrifuge (Balsiger, 2021). En d'autres termes, ces entreprises se caractérisent par la possession ou le développement de caractéristiques qui les rapprochent d'acteurs de la finance conventionnelle. Prenons deux exemples pour illustrer ce cas : Green Lotus et Hecate. Lorsqu'en 2019, le groupe multinational de finance conventionnelle Richters fait l'acquisition de Green Lotus (*cf.* chapitre 1), l'asset manager d'impact investing développe de nouvelles stratégies commerciales. Cela a impliqué, comme nous l'avons vu dans le chapitre 2, la mise en œuvre de pratiques que nous avions catégorisées au sein du pôle « *mainstream* », s'appuyant notamment sur des investissements dans des sociétés cotées, mais aussi, d'après Sam Blink, de Green Lotus, l'accès à davantage de ressources, et en particulier une meilleure gestion des enjeux juridiques, plus professionnelle[249] :

> "[This deal will create] opportunities for other specialists to partner up with those companies and to get access to those resources. I mean, time will tell how it works out. I am hopeful. I think it will be a great partnership from the perspective of in-house counsel, and the general counsel. I love that they place heavy emphasis on legal and regulatory issues […]. I think, from an alignment standpoint, it's a cool development. And we are collectively excited about it, and I think from both sides, people see a lot of opportunities and they can help us

[249] Rappelons que cet enquêté se félicitait (*cf. supra*) de recrutement de profils plus financiers.

> grow and we can help them build their expertise in a space where they clearly decided to invest resources and time." (Sam Blink, Chief Risk Officer, Green Lotus)

D'un autre côté, ce rachat marque, d'après certains enquêtés, un tournant dans le positionnement de Green Lotus au sein du marché moralisé de l'impact investing. D'après un/e responsable dans une banque privée, ayant joué un rôle dans le développement de la finance d'impact à Genève et de Green Lotus, son rachat par Richters et la *« mainstreamisation »* de ses activités présentent des risques de *« greenwashing »* :

> « [Il faut] savoir que la *mainstreamisation* amène à un énorme risque de *greenwashing*. Depuis que Green Lotus est chez Richters, j'arrive plus du tout à me faire entendre. Je milite beaucoup pour différents sujets, mais… » (Un/e responsable dans banque privée)

Le cas de Green Lotus montre un processus de professionnalisation assorti d'une orientation plus conventionnelle et expansionniste de l'entreprise ; nous avions en effet démontré cela dans le précédent chapitre, en analysant la proximité de Green Lotus avec le pôle de pratiques *mainstream*. Ce positionnement sert ainsi de stratégie de distinction au sein du champ, *via* la promesse d'une expertise, d'un professionnalisme, et d'un accès à d'importantes ressources qui, d'après Sam Blink, lui permettent de se démarquer d'une approche *« ONG »* (*cf. supra*).

Une observation similaire peut être faite chez Hecate, à la différence près que la fondation de l'entreprise, en 2018, fait partie intégrante de la professionnalisation du champ. En effet, comme nous le mentionnions dans le chapitre 1, Hecate est directement issue de la finance conventionnelle et a été développée à partir de profils professionnels qui en proviennent. Elle a en effet été fondée par la banque Lamy, active en finance conventionnelle, et souhaitant diversifier ses activités alors que l'impact investing s'était déjà installé au sein de la finance genevoise. Comme nous l'avions ainsi observé, Hecate opte pour une approche très *mainstream*, se focalisant exclusivement sur les investissements dans des entreprises cotées. Ce positionnement génère alors une opportunité de distinction pour d'autres acteurs. Par exemple, un/e acteur/ice majeur/e du champ de d'impact investing à Genève critique le positionnement *mainstream* d'Hecate, qu'il/elle juge trompeur, comme vu plus haut (*cf.* chapitre 2), et nous indique que les investisseurs doivent mettre ces *asset managers* très *mainstream* face à ce qu'il/elle considère être une tromperie, en refusant que leurs portefeuilles incluent des multinationales notablement connues pour leurs impacts sociaux ou environnementaux négatifs (comme c'est le cas de certains *investees* d'Hecate).

À la différence d'Hecate et de Green Lotus, d'autres entreprises évoluent autrement au cours de cette professionnalisation du champ. Examinons les cas d'Harmony et de Regenae. Comme rappelé

plus haut, Harmony a toujours occupé une place particulière dans le champ puisqu'elle joue un rôle de *broker* : elle ne possède pas directement les fonds sur lesquels elle conseille les investisseurs. De plus, elle a recruté, à ses débuts, davantage de profils issus du monde du développement, en particulier diplômés de l'IHEID de Genève (*cf.* chapitre 1). Bruno Reymond, employé chez Harmony, revient sur les transformations professionnelles qui s'y sont opérées :

> « Je me rappelle mes premiers collègues ; on était quinze, vingt, on avait plus un background de gens qui avaient fait du terrain à Bali. […] Parmi les analystes par exemple, on avait vraiment des gens qui avaient fait CICR. Donc il y avait des gens au départ qui étaient très axé terrain, développement, avec une volonté forte. […] On a vu depuis plusieurs années, […] quand même beaucoup plus de gens de la finance qui nous rejoignent. Donc […] c'est une tension que, moi personnellement je perçois : c'est 'comment rester aligné [sur] mes valeurs ?' » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

À la différence de Green Lotus et de son rachat par Richters, Bruno Reymond indique que ces mutations n'altèrent pas pour autant l' *« atmosphère générale de la société »*, ni ses *« valeurs »* :

> « Parce que moi, j'ai pas fait ça pour finir banquier privé et si vous voulez, l'arrivée de cette institutionnalisation, avec effectivement de plus en plus de gens qui viennent du *mainstream*… [Mais] on arrive quand même à garder dans les engagements, par exemple sur les analystes, on a encore des gens très 'terrain'. On n'a pas pris que des gens qui ont fait une grande banque […]. Je trouve que l'atmosphère générale de la société... et il y a beaucoup de gens que j'aime beaucoup, où je peux boire un café et on peut parler sur des valeurs. On n'a pas besoin de tout partager mais je trouve qu'on a encore, de façon générique… on n'est pas passé d'un extrême à l'autre. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

À ce titre, il est utile de noter que, dans le cas d'Harmony, la croissance de l'entreprise et son accès à davantage de ressources grâce à des mandats auprès d'autres banques, comme UBS, n'ont pas mené au lancement d'investissements plus *mainstream* dans des entreprises listées, mais à des dispositifs de mesure d'impact très poussés, reposant sur des enquêtes auprès des populations bénéficiaires, que l'on retrouve peu chez d'autres acteurs de l'industrie (*cf.* chapitre 2). D'ailleurs, Harmony met l'accent sur cette ambition sur la mesure d'impact dans les rapports étudiés dans le précédent chapitre, mais aussi *via* le développement en 2021 d'une filiale se focalisant sur la dimension « recherche » des enjeux de mesure d'impacts, qui faisaient déjà la particularité de la société mère. Les témoignages récoltés et les orientations stratégiques d'Harmony nous conduisent donc à y voir une version plus « puriste » de la professionnalisation du champ, appuyée notamment sur l'histoire de l'entreprise, mettant en avant un rapport fort au « terrain » et au « développement » :

> « C'est vrai qu'au niveau […] de notre gouvernance, on a encore des gens qui sont là depuis l'origine ; donc Marius Escalié et M. [X], ça fait quinze ans qu'ils sont là. C'est aussi des gens [qui ont] en tout cas cet historique. Et puis une nouvelle personne qu'on a engagée qui est un CIO, M. [Y], lui il avait quinze ans chez un concurrent [d'impact investing]. Donc lui aussi… On n'a pas [pris] dans le *board* un banquier pour restructurer. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Enfin, du côté de Regenae, on observe également une version « puriste » de la professionnalisation. Celle-ci se caractérise, comme étudié dans les précédentes sections, par le recrutement de profils relativement orthodoxes, déçus, comme Jules Baum (*managing partner* de Regenae), par les *« excès »* de la finance traditionnelle ; mais aussi par un scepticisme marqué à l'égard de la *mainstreamisation* du champ. Rappelons à ce titre la répulsion exprimée par Clothilde Heger (analyste chez Regenae) pour la finance d'impact dans des entreprises cotées et le scepticisme de Jules Baum à l'égard de la standardisation et de la quantification de la mesure des impacts qu'il juge comme un dévoiement de l'évaluation concrète des effets des investissements, et des intentions de départ :

> « [La standardisation], on l'observe. Je pense pas que c'est fondamental. Je pense à ce qui s'est passé avec l'ISR et le principe d'investissement responsable, qui était certainement très bien intentionné au départ mais qui, à force d'être quantifié, massifié, uniformisé… maintenant on a juste des personnes derrière des modèles qui mettent des croix, sans vraiment aller sur le terrain et peut-être prendre de la hauteur et réfléchir à ce qu'il faut faire. Je pense qu'au contraire, que tout le monde reste avec sa particularité, avec ses choix, avec ses intentions et tout peut avoir de l'impact. [Il ne faut] pas que ce soit une grille et que tout le monde se plie à ces grilles […]. Avec l'ISR, après, tout et n'importe quoi était de l'ISR et il y avait des entreprises qui n'ont rien de responsable qui sont maintenant dans les portefeuilles ISR. [Nous], on a notre cadre d'analyse, on a nos envies, on a notre ambition, on investit dans les entreprises et on regarde comment les entreprises travaillent et mettent en place avec leurs bénéficiaires. Quelles sont les nouveautés et les bénéfices de ces entreprises ? On les retranscrit selon notre modèle et c'est ensuite qu'on va faire un parallèle entre notre modèle et ce que seraient, par exemple, les SDG. Donc on utilise ce cadre à la fin de notre travail pour normer certaines choses que nous faisons, pas du tout en amont, pour remplir le SDG 8, 12 ou 16. » (Jules Baum, Managing Partner, Regenae)

Regenae adopte ainsi un positionnement qui se veut distinct d'une approche basée sur la conformité à des catégories génériques comme les objectifs de développement durable (SDG). Avec ses profils d'employés issus de la finance orthodoxe, l'entreprise cultive une logique de repentance à l'égard de la finance traditionnelle (*cf.* parcours de Jules Baum), et un discours plaçant au centre des *« ambitions »* propres, construite autour de la notion d' *« économie régénératrice »*. Ce positionnement distinctif amène d'ailleurs Gaspard Leblanc à qualifier le projet initial de Regenae de *« militant »*, initialement développé au sein de FAC[250], qu'il décrit comme *« petit, mais déjà trop grand pour pouvoir intégrer [le] militantisme [de Regenae] »*.

Ainsi, si les profils des praticiens actuels ne permettent pas tout à fait d'expliquer les positionnements variés des organisations, ces exemples montrent que le mouvement de professionnalisation du champ de la finance d'impact à Genève se traduit dans des stratégies de positionnement différentes au sein du marché moralisé. En effet, certains acteurs choisissent de miser sur un ancrage au sein d'un pôle expansionniste et centrifuge, tourné vers une extension des activités, l'accès à de nouvelles ressources, la mise en avant d'une forme de professionnalisme et

[250] Pour rappel, le gérant d'actif FAC a joué un rôle fondamental dans le financement des premières entreprises de microfinance, comme Green Lotus.

d'efficacité. Au contraire, d'autres acteurs, tout en s'inscrivant dans ce mouvement de professionnalisation, font valoir leur prise de conscience face à ce qu'ils nomment des *« dérives »* de la finance traditionnelle, ou bien un rapport étroit au terrain et au monde du développement. Ceux-ci rejoignent ainsi un pôle plus puriste et centripète, cherchant à se différencier des approches qualifiées de *« mainstream »* et sujettes au *« greenwashing »*, prônant au contraire un retour aux *« ambitions »* initiales et un scepticisme à l'égard des investissements dans des grands groupes. Étudier ce processus de professionnalisation permet ainsi de mettre en évidence le lien entre les profils recrutés, l'histoire des organisations, et leurs positionnements réciproques.

V. Conclusion

En début de chapitre, nous avons expliqué que la compréhension des moralités au sein du champ, révélées dans les précédents chapitres, gagne à être éclairée par l'étude des profils d'acteurs individuels qui composent le champ. En complément de la compréhension de l'émergence du champ, de sa structure organisationnelle, et des pratiques qui s'y déploient, l'analyse des profils individuels permet de mettre en lien l'examen mésosocial de l'impact investing genevois avec une approche plus microsociologique.

La conduite de cette analyse, *via* l'exploration de méthodes mixtes, a révélé une nette prédominance des composantes orthodoxes dans les profils d'acteurs. Ce résultat remet ainsi en cause l'hypothèse d'un champ *« à la croisée des mondes »*, et montre que les composantes hétérodoxes des parcours sont généralement adossées à des modalités orthodoxes. En couplant ces données générales et quantitatives avec les récits des enquêtés sur leurs propres parcours, nous avons montré que ces profils professionnels et scolaires permettent l'émergence d'un éthos pondérateur chez la plupart des enquêtés. Celui-ci se révèle compatible avec les moralités diffuses et permissives, endogènes aux espaces financiers, et peu critiques de ceux-ci.

Mais malgré cet éthos assez régulièrement distribué dans le champ, des variations existent dans les approches et pratiques des différentes organisations. Celles-ci s'expliquent relativement peu par des différences de profils professionnels et scolaires des praticiens. Au contraire, ces profils ont été aplanis par des processus de professionnalisation. Pour autant, cette professionnalisation s'est déroulée différemment selon les organisations, en fonction de l'histoire de ces dernières, de leur héritage et aussi de leur positionnement dans l'espace des pratiques. Cette approche permet alors d'expliquer d'une part la concentration des profils individuels des acteurs autour d'un éthos

pondérateur soutenant des moralités permissives et dépolitisées, et d'autre part, la diversité des pratiques au sein du champ et de leurs moralités, en fonction des organisations—qui possèdent des histoires et des héritages qui leurs sont propres.

Conclusion

Nous avons débuté ce manuscrit en interrogeant les étonnantes particularités du mouvement de l'impact investing : comment comprendre les fondements, dynamiques et motivations d'un mouvement qui prétend révolutionner le capitalisme et dépasser ses « échecs », tout en s'inscrivant une perspective dirigée vers la réalisation d'un profit, selon les codes et attentes traditionnelles des marchés financiers ? Cette étude de cas à Genève permet d'apporter des réponses à ces questionnements.

Tout d'abord, nos analyses nous permettent de mieux cerner et catégoriser l'objet : il ne peut être analysé comme un mouvement social animé par une cause militante qui supplanterait toute préoccupation économique, ni être réduit à une seule entreprise de ce que certains de nos enquêtés qualifieraient de *« greenwashing »* qui résulterait uniquement d'une réaction à des réglementations ou pressions externes, pour verdir des produits déjà existants. Cet entre-deux correspond à nos yeux à un espace marchand où s'expriment des dynamiques de moralisation se caractérisant par des mécanismes endogènes structurants. Celles-ci font de cet objet une entité relativement autonome à l'égard d'institutions et acteurs extérieurs (ONG, États, organisations internationales…) et lui octroient une capacité à prescrire des modalités de moralisation marchande en phase avec les pratiques du marché conventionnel de la finance, dont elle émerge comme un sous-champ, et des acteurs qui y participent. Dans cette configuration, des dynamiques extérieures à ce marché viennent parfois catalyser ses évolutions morales, mais en les contraignant peu.

Cette recherche a mis en évidence la manière dont cette moralisation marchande et se déploie, avec une attention particulière portée à ses dimensions endogènes et leurs interactions avec l'extérieur. Nos questions de recherche interrogeaient alors ce problème sous trois angles : **l'émergence** et l'organisation du champ, **ses pratiques** et régimes de valeurs, leurs jonctions avec **les individus** qui peuplent cet espace. Dans cette perspective, nous avons montré que cette moralisation marchande repose en premier lieu sur l'action d'acteurs individuels internes aux espaces traditionnels de la finance genevoise qui parviennent à y importer, s'approprier et transformer des pratiques et idées venues de l'extérieur—comme la microfinance, devenant une microfinance *commerciale* et ouvrant la porte à une vague de réappropriations, relabellisations, et diversifications, parmi les acteurs financiers les plus ancrés dans la place financière genevoise. Cet ancrage interne,

selon les termes et le cadrage des institutions et individus provenant de la finance conventionnelle, permet à ces derniers de développer des moralités économiques qui se veulent à la fois en rupture avec une logique tournée exclusivement vers le profit, mais également très éloignées de toute revendication forte et/ou politisée d'une cause. Ces moralités se construisent alors au niveau individuel autour d'une dépolitisation de l'action et d'une croyance dans les vertus de l'action marchande en phase avec les profils professionnels et scolaires des acteurs qui les portent. Au niveau du champ, elles structurent un espace des pratiques très asymétrique, permettant à chaque institution d'y adapter sa conception du « bien » promu par l'impact investing, développant des conventions diverses, mais individuellement en phase avec les traditions, l'héritage, et les opportunités économiques qui se présentent à ces organisations à un moment précis. La structure et la légitimation de ces conventions de qualité variables octroie alors aux acteurs une grande permissivité morale et pratique, réduisant les frontières entre finance d'impact et finance conventionnelle. Ainsi, plutôt que d'affirmer que la constitution de ce champ n'est qu'une réaction stratégique d'acteurs financiers cherchant à redorer leur blason, nous montrons qu'elle repose bel et bien sur des moralités cohérentes déjà installées dans le champ, qui ne sont pas le seul résultat d'un intérêt marchand, mais qui restent le *produit* de dynamiques marchandes constitutives de la finance conventionnelle. C'est pourquoi elles débouchent, comme nous le démontrons en particulier dans les deux derniers chapitres, sur des pratiques désunifiées, des normes permissives, et des conceptions morales très dépendantes des croyances classiques dans les vertus des marchés. Si les acteurs extérieurs à ce marché financier genevois ne sont pas totalement inactifs dans ce processus, leur rôle est davantage catalyseur que constitutif. En d'autres termes, leur action remet rarement en question les choix et orientations des acteurs *incumbents* des espaces financiers, mais leur apporte occasionnellement des ressources, comme cela a été le cas lors de l'importation de la microfinance dans le champ de la finance genevoise, notamment auprès de ses banques privées. Un exemple emblématique de l'indépendance relative des institutions financières dites à impact est d'ailleurs la faiblesse du cadre régulatoire qui s'applique à leur activité : en l'absence de définition de critères formels et stricts sur la notion d'impact, les pratiques de mesure et de comptabilité d'impact mises en œuvre demeurent, bien qu'articulées de manière cohérente par les conventions identifiées, particulièrement permissives, comme nous l'avons montré dans le chapitre 2.

En somme, cet entre-deux dans lequel l'impact investing genevois se positionne, nous le caractérisons par l'existence de moralités économiques présentes au sein des institutions et chez les individus étudiés, mais fondamentalement ancrées dans les croyances, pratiques, et traditions de la finance conventionnelle du champ genevois qui est alors le champ parent de la finance d'impact.

Cela est dû aux conditions très endogènes d'émergence de la pratique de l'impact investing dans cet espace, et au maintien de ces dynamiques endogènes à la fois sur le plan des conceptions, des discours et des pratiques. Notre analyse mésosociale du cas genevois permet ainsi d'expliquer la complexité du positionnement de cette pratique, et offre différents types de contributions au regard de la littérature existante, sur lesquels nous revenons ci-dessous.

Identifier les mécanismes mésosociaux de la moralisation d'un marché

Dans l'introduction de ce manuscrit, nous faisions le tour de la littérature examinant le déploiement de l'impact investing comme entreprise visant à apporter des préoccupations morales au sein de l'action économique. Nous identifiions alors trois types d'approches au sein de ces travaux, que nous nommions « par financiarisation », « technique », et « institutionnelle ». Comme formulé dans cette revue de la littérature, la présente recherche tente d'ouvrir une autre perspective d'analyse qui prend à bras le corps les dynamiques mésosociales de la moralisation marchande entreprise dans le cas de l'impact investing, en attribuant une importance toute particulière à ses dynamiques internes. En effet, comme mentionné ci-dessus, notre approche présente l'originalité de placer au cœur de l'analyse les liens entre le champ naissant de l'impact investing genevois et la finance traditionnelle (et conventionnelle) de la ville. En identifiant ces mécanismes, nous apportons de nouveaux éléments explicatifs au déploiement de la catégorie « impact investing », qui complètent les analyses existantes adoptant plutôt l'angle de 1) la financiarisation d'enjeux publics, 2) son développement *via* des dispositifs sociotechniques permettant l'alliage de la valeur économique et de la valeur sociale/environnementale des investissement, 3) son ancrage dans (ou son adaptation à) des formes institutionnelles existantes.

En replaçant l'impact investing dans la grande catégorie à laquelle il appartient—le marché de la finance—nous explicitons les liens étroits entre un processus de moralisation d'un marché, et les mécanismes traditionnels de ce marché. Nous montrons que cette approche sensible aux évolutions internes—sans nier le rôle d'entités extérieures que nous avons cherché à souligner à chaque étape de notre raisonnement—permet de cerner certains ressorts, motivations, et moralités difficilement compréhensibles sans replacer l'impact investing dans l'espace social qui le porte en première instance, à savoir un marché de la finance. Nous pensons que cette approche portant une attention accrue aux dynamiques internes de la finance d'impact peut être utilement employée dans l'étude d'autres cas d'impact investing déjà observés, afin de renouveler et d'approfondir leur compréhension. Néanmoins, nous notons aussi que tout cas d'étude de l'impact investing n'est pas autant adapté à cette approche internaliste, dans la mesure où certaines de ses implémentations

dépendent beaucoup plus fortement d'acteurs extérieurs, comme dans le cas de *Social Impact Bonds*, où l'État est moteur.

Explorer la dimension endogène d'une moralisation marchande

Comme nous l'avons abordé dans la revue de la littérature, les travaux existants sur la moralisation des marchés ont tendance à se concentrer sur des cas et des mécanismes où la morale est une composante externe, portée par des acteurs non marchands, par exemple des entrepreneurs de morale dans les *social movement studies*, ou à analyser comment des composantes morales viennent perturber des formes organisationnelles existantes ou le fonctionnement classique des marchés. Si quelques travaux soulignent la possibilité de moralisations venues de l'intérieur des structures marchandes qui sont moralisées (King et Pearce, 2010), ou de collaborations et coopérations dépassant la seule confrontation entre celles-ci et des acteurs extérieurs (Bereni et Dubuisson-Quellier, 2020), la littérature actuelle manque d'études approfondies qui déplient les modalités et les mécanismes permettant à des marchés de se moraliser depuis l'intérieur.

Ce travail doctoral permet d'aborder ces questions, en prenant au sérieux les mécanismes endogènes de moralisation d'un marché, sans réduire celle-ci à une simple stratégie commerciale. Comme expliqué en début de conclusion, cette approche permet à la fois de comprendre sa structuration, sa délimitation, ses pratiques, discours et conceptions morales, en soulignant son ancrage dans des pratiques et idéologies traditionnelles de la finance conventionnelle. Elle offre une perspective complémentaire sur les marchés moralisés, en montrant que ces derniers peuvent être initiés en grande partie de l'intérieur, et en soulignant les conséquences de cette endogénéité sur leur fonctionnement. Bien entendu, notre approche ne nie pas le rôle d'entités ou dynamiques exogènes, qui, bien souvent, jouent un rôle notable dans la moralisation observée ici. Nous soulignons cependant la manière dont ces logiques plus externes sont régulièrement guidées, canalisées, et réinterprétées selon les règles et fonctionnements internes du marché initial. Dans cette perspective, avec cette recherche, nous suggérons de renouveler l'étude des liens complexes entre intériorité et extériorité quand il s'agit d'analyser l'émergence de dimensions morales au sein d'un marché.

Déplier les conditions et modalités d'une moralisation marchande à dominante endogène

Interroger l'endogénéité de la moralisation a également permis de mettre en évidence les conditions permettant à celle-ci de se déployer, et ce, à plusieurs niveaux : l'émergence du champ, les pratiques

qui s'y déroulent, l'échelle des individus. Ce faisant, cette recherche formule diverses propositions théoriques pour enrichir des approches existantes.

Tout d'abord, le chapitre 1 permet d'aborder la question du changement social au sein du marché de la finance genevoise. Comme nous le montrons, la finance d'impact émerge à partir des milieux financiers traditionnels de la ville. En nous appuyant sur l'approche de Fligstein et McAdam (2011, 2012), nous cherchons à expliquer comment un champ stabilisé—la finance traditionnelle genevoise—en vient à accueillir l'embryon de ce que sera l'impact investing dans la même ville, ce dernier devenant un sous-champ du champ global de la finance de la ville. Tout en utilisant les catégories de ces auteurs pour mettre en lumière les mécanismes du changement permettant cette émergence, nous notons alors que notre analyse nécessite d'adapter et enrichir cette approche, pour davantage y intégrer des changements sociaux de nature interne. Autrement dit, nous observons que les évolutions financières ne sont pas principalement le fait d'acteurs externes (*challengers*) cherchant à perturber le *status quo* protégé par les *incumbents* de la finance traditionnelle ; nous montrons que le changement et les innovations qui servent le développement de l'impact investing sont justement principalement portés par des *incumbents*, souvent individuels et possédant des compétences sociales élevées (*skilled social actors*, « SSA » dans le texte). Nos données empiriques permettent alors de nourrir le cadre théorique de Fligstein et McAdam, de deux manières. Premièrement, nous couplons ce cadre avec celui de l'entrepreneuriat institutionnel (voir Maguire, Hardy et Lawrence, 2004), afin de comprendre que des acteurs *incumbents*, peuvent, sous certaines conditions, permettre le changement social au sein de leur propre institution, sans que celui-ci ne soit porté par des *challengers* externes. Deuxièmement, nous formulons une proposition théorique visant à expliquer comment de tels acteurs parviennent à concilier le changement qu'ils soutiennent d'une part, et leur position d'*incumbent* au sein des institutions dont ils font partie, d'autre part. Nous théorisons le concept de « tuilage » pour caractériser les processus qui, au niveau individuel et à l'échelle du champ, permettent d'assurer cette jonction « *incumbent*/changement » qui apparaît contradictoire dans l'approche de Fligstein et McAdam. En dépliant les conditions d'un changement provenant de l'intérieur des institutions, et par leurs acteurs les plus établis, ce travail permet à la fois de mieux comprendre les circonstances d'une moralisation possédant de fortes composantes endogènes, et de contribuer à des théories sur le changement social en en proposant des enrichissements.

Ensuite, le chapitre 2 questionne le lien entre la moralisation d'un marché et les pratiques qui y sont associées. Nous y rappelons que la littérature en sociologie économique, si elle discute largement

les enjeux de médiation de valeur non-économique (notamment « morale »), par exemple par le biais de l'analyse des dispositifs de jugement (Karpik, 2007) ou autres outils médiant la valeur, est plus silencieuse sur la teneur « morale » des actions-mêmes des acteurs économiques. Ainsi, dans notre cas, nous posons la question suivante : qu'est-ce qu'investir moralement à Genève, et comment ces pratiques d'investissement sont-elles liées à un processus de moralisation du marché porté par le développement de l'impact investing ? Comment les conventions de qualité de ce marché structurent-elles des moralités et des pratiques spécifiques ? En y répondant, nous tentons de reconstituer le lien complexe entre des principes moraux et les pratiques qui y sont associées, en soulignant à la fois leur caractère inextricable, et la nécessité d'identifier les moralités des pratiques, distinctes des seuls discours sur la nécessité de *« doing well by doing good »*. Nous y parvenons en examinant la diversité d'approches pratiques, et les conceptions morales qu'elles charrient, aussi bien sur le plan de la pratique-même d'investissement, que sur celui des dispositifs de comptabilité des impacts sociaux et environnementaux, en mobilisant des littératures centrales en *accounting studies*. Cet examen révèle la grande diversité de telles conceptions morales, traduites en pratiques (et inversement), en phase avec des résultats existants qui insistent sur la complexité et la diversité des espaces marchands moralisés (Balsiger, 2021) et sur la variabilité des dispositifs de jugement qui les structurent et les segmentent (Chiapello et Godefroy, 2017). Notre apport, néanmoins, réside moins dans l'étude de la segmentation de ce marché, que dans la manière dont cette diversité des moralités s'impose sans créer de discorde, et s'accorde avec les dynamiques endogènes de la moralisation à l'œuvre dans l'impact investing. Nous montrons en effet que cette diversité est permise par une certaine cohérence interne dans les diverses conventions qui relient pratiques, techniques, et morales (ou justices), par la structure très internalisée du champ, octroyant une grande autonomie aux acteurs, par une croyance forte dans les mécanismes autorégulateurs du marché, par l'absence de contraintes extérieures fortes, et peu de tentatives de prescription en interne.

Enfin, le chapitre 3 propose de faire le pont entre la moralité observée à l'échelle du champ et les moralités individuelles des acteurs. En examinant les parcours et profils de ces derniers, nous notons leur remarquable homogénéité. En nous appuyant sur des travaux existants, et en particulier sur le concept d' « éthos pondérateur » (Comby, 2022), nous montrons comment l'ancrage de ces acteurs dans des trajectoires et socialisations socio-professionnelles prenant place dans les sphères traditionnelles de la finance explique leurs conceptions dépolitisées et permissives à l'égard de la diversité de pratiques et de morales dans le champ de l'impact investing. En mobilisant ces littératures sur les éthos individuels et en les combinant avec des recherches sur les dynamiques des

marchés moralisés (Balsiger, 2021), nous tentons de nouer le dernier maillon de notre analyse des conditions et modalités d'une moralisation à dominante endogène. En proposant une approche qui lie la construction mésosociale du champ et de ses pratiques, ses dynamiques *et* le niveau individuel des acteurs qui le constituent, nous réalisons une analyse multiniveau d'un processus de moralisation marchande, qui permet d'étudier en détail la force et le rôle de ses mécanismes endogènes, souvent laissés au second plan dans les travaux existants, comme souligné dans notre revue de la littérature. Revenons un instant sur cette analyse multiniveau.

Analyser systémiquement un phénomène de moralisation marchande interne

L'intérêt théorique de notre travail réside donc notamment dans sa tentative d'explorer en détail les conditions et modalités internes d'une moralisation marchande reposant sur de fortes logiques endogènes, en combinant et complétant plusieurs cadres théoriques afin d'apporter 1) une analyse simultanée de ses différents niveaux, et 2) une compréhension de son ensemble. *Via* la *Fig. 58*, ci-dessous, nous revenons sur la logique d'ensemble de notre analyse en illustrant comment, en quatre étapes, elle tente d'offrir une vision systémique du phénomène décrit, à savoir, une moralisation marchande à dominante endogène. Revenons sur ces quatre étapes (*cf. Fig. 58*), une par une, pour reconstituer la logique d'ensemble de notre argument.

(1) - Dans le chapitre 1, nous mettons en évidence le rôle structurant des mécanismes endogènes à la finance traditionnelle de Genève dans l'émergence du champ de l'impact investing dans la ville. Grâce aux résultats mis en évidence dans le chapitre 2 sur les pratiques de l'impact, nous expliquons le lien bidirectionnel entre les dynamiques du champ (son émergence et ses mutations) et les pratiques qui s'y déroulent : le champ de l'impact investing s'est constitué autour d'institutions financières traditionnelles qui l'ont cadré selon des principes davantage commerciaux que prescriptifs. De plus, plusieurs acteurs marchands aux héritages différents se sont saisis de la catégorie. Il résulte de cela des pratiques très diverses, répondant à des acceptions variables de la catégorie, et à l'idiosyncrasie des entreprises qui en font usage. En retour, cette diversité pratique incite davantage d'organisations aux statuts variés à faire usage du concept d'impact investing pour qualifier leurs activités.

(2) - Le chapitre 2 permet également d'expliquer le lien entre ces pratiques et les moralités qui y sont associées. Bien que les logiques marchandes jouent un grand rôle dans l'adoption de la catégorie « impact investing », nous montrons que les pratiques (diverses) qui revendiquent cette étiquette répondent à des conceptions morales (diverses également).

Celles-ci reposent sur des présupposés éthiques et des moralités coordonnées par des conventions particulièrement asymétriques, mais qui parviennent à les structurer en pratiques sans déstabiliser la cohérence du champ. Nous montrons alors que cette asymétrie relève davantage des habitudes pratiques variées des organisations qui les mettent en œuvre que de forts désaccords au sein du champ qui impliqueraient des segmentations revendiquées de ce dernier. D'ailleurs, ces moralités asymétriques sont communément acceptées par les organisations de cet espace, qui y voient l'expression d'une offre diversifiée et libre. La faiblesse des contraintes extérieures (notamment les régulations existantes) favorise cette permissivité des moralités des pratiques.

(3) *et* **(4)** - Le chapitre 3 permet de relier le niveau mésosocial du champ à celui des individus. Il cherche à associer les moralités des pratiques aux acteurs individuels qui les portent, par l'intermédiaire de leurs organisations. D'une part, il examine les profils des individus et les met en lien avec leurs conceptions morales. Pour cela, nous montrons que la prédominance de trajectoires orthodoxes est en phase avec un éthos favorisant des moralités dépolitisées, accordant une grande valeur aux mécanismes du marché, et rejetant tout radicalité ou prescription forte sur la moralité de l'impact investing. D'autre part, ces moralités dépolitisées justifient et soutiennent, au niveau des individus, les moralités des pratiques diverses et permissives que nous observons dans le champ.

La reconstitution de ces quatre liens permet de proposer une analyse visant une compréhension systémique du phénomène de moralisation observé, du champ aux individus, et vice-versa. De plus, les chapitres 1 et 3 mettent en évidence les liens (forts ou ténus) entre champ et individus. D'un côté, nous montrons dans le premier chapitre que l'émergence du champ est en grande partie cadrée par des acteurs individuels (les SSA) ; et de l'autre, nous mettons en évidence, dans le dernier chapitre, que les variations dans le champ sont relativement dissociées des faibles variations entre les profils individuels, mais sont plutôt le fait de traditions organisationnelles variées. *In fine*, notre analyse, en mettant l'accent sur les mécanismes de moralisation internes aux espaces financiers, permet de reconstituer les composantes de cette moralisation, des caractéristiques individuelles aux dynamiques générales du champ, sans laisser de côté la question des « moralités » guidant ou supportant les actions.

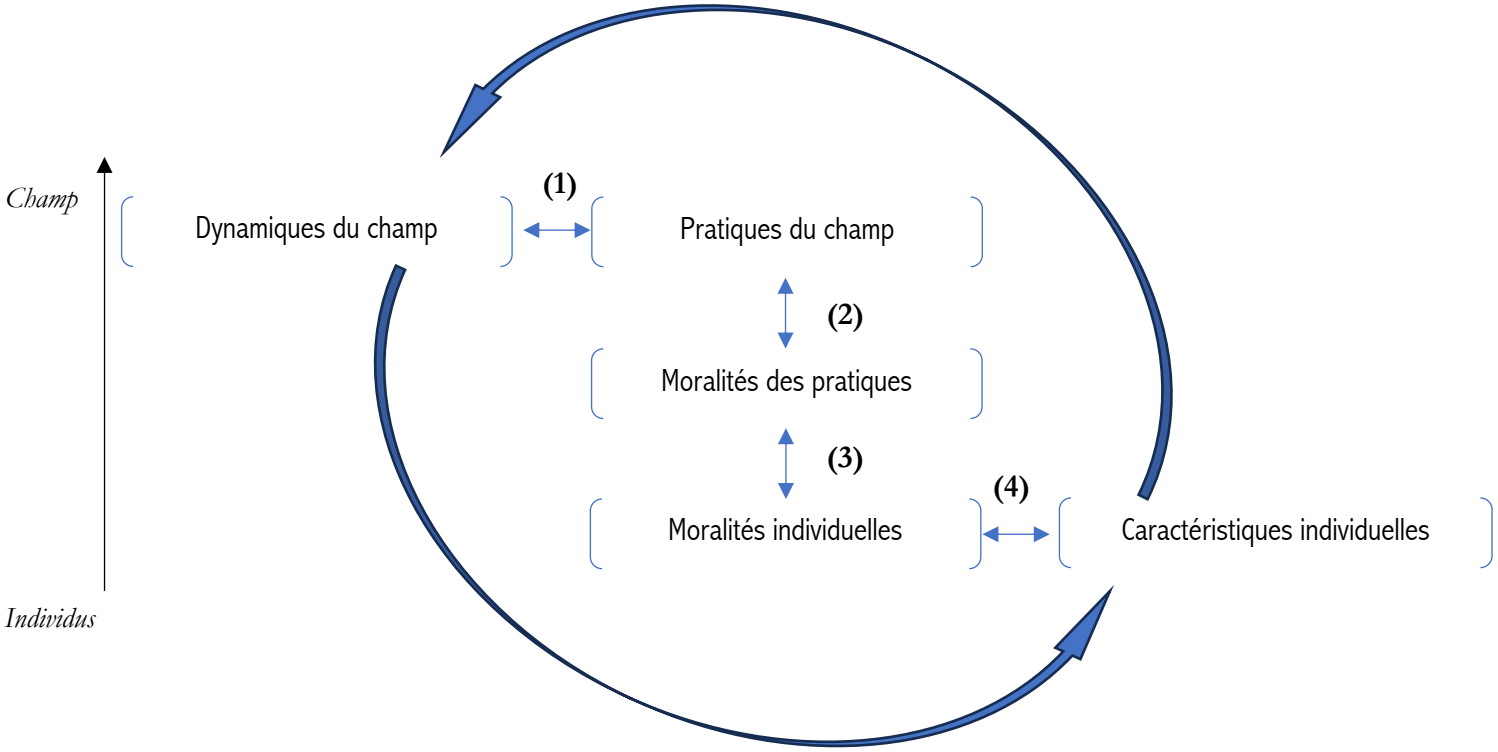


Figure 58 — Logique de l'argument général de la thèse

Limites et futures recherches possibles

Cette analyse systémique n'est bien entendu pas sans limite. En proposant cette étude mésosociale, nous mettons l'accent sur les acteurs intermédiaires du marché, à savoir les gestionnaires d'actifs. Ceux-ci ont l'avantage d'occuper un rôle central au sein de ce dernier et de constituer une porte d'entrée très heuristique pour nos objectifs de recherche. Cependant, cette perspective nous prive à la fois du point de vue des investisseurs (dont les actifs sont gérés par ces *asset managers*) et des *investees* (qui bénéficient de ces investissements). Nous approchons cette triple organisation du marché en examinant les dispositifs de mesure et de comptabilité d'impact, et notamment leur rôle de médiation (Miller et Power, 2013) entre ces différents participants. Mais nous manquons de données de première main sur les motivations, conceptions et utilisations que ces autres acteurs font de (ou ont sur) ce marché. Bien sûr, un tel dispositif d'enquête serait plus lourd, mais il offrirait certainement un affinement de nos apports théoriques sur l'objet. De futurs travaux pourraient ainsi utilement contribuer à la compréhension de ces phénomènes en employant des méthodes permettant de suivre de plus près les flux financiers, en liant leur analyse à l'organisation mésosociale d'un marché de finance à impact.

Ensuite, bien que nous ayons mentionné à plusieurs reprises l'intérêt théorique que peut représenter l'analyse des mécanismes spécifiquement endogènes d'un processus de moralisation, nous souhaitons préciser ici qu'une telle tentative n'est pas adaptée à toute « version » de l'impact investing. Le cas genevois y est approprié, car il se caractérise par un ancrage dans des dynamiques internes solides et persistantes. Pour autant, les résultats issus de la présente recherche ne sont pas transposables à toutes les autres itérations de la finance d'impact. En effet, l'impact investing se distingue par un polymorphisme qui lui permet de recouvrir des réalités empiriques très diverses, impliquant des degrés d'endogénéité variables par rapport aux marchés financiers. Ainsi, plutôt que de chercher à répliquer une analyse internaliste sur ces différentes itérations de l'impact investing, nous pensons qu'il serait fécond de questionner les fonctions remplies ou objectifs poursuivis par des moralisations marchandes qui reposent sur des degrés différenciés d'endogénéité. En d'autres termes, la diversité de l'impact investing devrait aussi être examinée au prisme de ces dynamiques endogènes ou exogènes.

Conséquences : discuter le rôle et les structures autonomes des marchés moraux de la finance

Si notre analyse de l'endogénéité et de l'internalité de ce processus de moralisation est circonscrite à un cas d'étude, il n'en dialogue pas moins avec les travaux déjà réalisés sur l'impact investing et des objets similaires. En particulier, notre recherche résonne avec un grand nombre de travaux mettant en avant l'autonomie—au sens large—des marchés « moraux », « éthiques » ou « durables » de la finance. Par « autonomie », nous n'affirmons pas leur détachement total de toute structure qui leur est extérieure : nous faisons référence à la faculté dont disposent ces mouvements moralisés de la finance à se déployer selon les logiques traditionnelles des espaces financiers, en servant les intérêts de ces espaces, et en leur donnant une primauté sur ceux des autres sphères sociales dont ils prétendent parfois se rapprocher. Au sein des littératures sur la finance éthique, nous identifions quatre principaux thèmes qui activent cette autonomie. Avec la présente recherche, nous contribuons cumulativement à l'analyse de ces composantes autonomes, tout en proposant une lecture mésosociale permettant d'approfondir leur compréhension. Commençons par examiner ces quatre aspects, puis revenons sur les apports de notre travail dans leur explication.

Un enjeu central de l'autonomie des marchés moralisés de la finance réside dans **l'accumulation et la légitimation du pouvoir** que ces derniers offrent aux institutions et acteurs financiers. Ce pouvoir peut se manifester de manières diverses et a souvent été souligné par les chercheurs observant ces objets. Dans le cas de l'impact investing et de la finance sociale, les initiatives des

acteurs financiers ont notamment été analysées comme des formes de colonisation des politiques publiques (Chiapello et Knoll, 2020a ; Golka, 2019 ; Golka et Van Der Zwan, 2022), calquant les enjeux sociaux et environnementaux sur des logiques financières, dans un processus plus général de financiarisation des enjeux non-financiers (Chiapello, 2015). Comme nous l'avons vu avec le cas de la microfinance, ce pouvoir se manifeste aussi dans le contrôle (notamment à distance) exercé sur des populations défavorisées, et ainsi dans la financiarisation des enjeux de développement (Chiapello, Engels et Gonçalves Gresse, 2023). Différents travaux examinent alors la manière dont les finances éthiques, avant d'apporter des solutions aux problèmes sociaux et environnementaux, construisent les conditions de l'accès à de nouvelles formes de pouvoir et de légitimation (Chiapello, 2023), par l'*assetization* d'objets appartenant parfois à des espaces qui leurs sont traditionnellement éloignés (Golka, 2023). Ensuite, une constante des travaux sur la finance durable, et en particulier la finance à impact, est l'étonnante **diversité des pratiques** que ces catégories peuvent regrouper. Un exemple topique de cette diversité est illustré par l'article de Höchstädter et Scheck (2015) qui met en avant la myriade d'instruments financiers qui sont sémantiquement rattachables à la catégorie « impact investing » dans les travaux des académiques et des praticiens. Cette diversité s'appuie discursivement sur le caractère « flou » et « protéiforme » du concept (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022), tout en permettant de le mettre en œuvre dans des pratiques et des contextes extrêmement différents à travers le monde (Balsiger, Burnier et Kabouche, forthcoming). Ce pan de recherches sur la finance morale tend alors à démontrer une grande liberté et flexibilité dans la manière dont les acteurs financiers utilisent et exploitent ces catégories. Mais **cette diversité s'étend aussi à la construction des qualités** et des frontières de ces pratiques. Un enjeu maintes fois souligné dans les initiatives « éthiques » de la finance est la variabilité de conceptions et de valeurs portées par les acteurs qui y prennent part. Déjà dans le cas de l'ISR, Penalva Icher (2009) soulignait les luttes autour de la définition de conventions de qualité pour le « socialement responsable »—essentielles à la construction de sa légitimité—, tout en pointant que cette variété de conventions semblait plutôt profiter aux logiques traditionnelles de la finance :

> « Pour l'instant, le sens du 'socialement responsable' semble plutoî s'orienter vers une logique marchande et ne décrit pas de révolution 'éthique', si ce n'est celle de l'application de l'éthique libérale à des objets sociaux et/ou environnementaux. En effet, entre activisme et technicisme, l'investissement socialement responsable tend à se définir à terme comme une technique financière plus performante car elle applique les processus de gestion de la finance classique à des objets sociaux et/ou environnementaux. » (Penalva Icher, 2009, p. 79)

Dans le cas de la finance ESG comme dans celui de l'impact investing, d'autres travaux affirment également que les dispositifs techniques (dispositifs de jugement, mesure de performance, etc.) répondent finalement aux difficultés de l'existence de valeurs plurielles—en particulier l'opposition

valeur économique *vs* valeur sociale/environnementale—par la mise en avant de la performance économique et/ou de modes de comptabilité financière appliqués à des questions non financières (Barman, 2015, 2020 ; Bourgeron, 2020 ; Leins, 2020). Par exemple, certains auteurs mettent en évidence la subordination des enjeux ESG à la réalisation d'une performance financière, à travers le concept de la « matérialité » financière, alors que cette relation entre ESG et performance financière (voir notamment Orlitzky, Schmidt et Rynes, 2003) n'est pas assurée (Bansal, 2005 ; Revelli et Viviani, 2015), malgré la croyance forte en celle-ci au sein de la sphère financière :

> "Malgré ses racines éthiques et son historique forgé par des mouvements religieux et sociaux, le champ de la finance durable a progressivement vu naître l'émergence du discours selon lequel il existerait un lien positif entre performance ESG et performance financière. Le lien entre les deux types de performance, s'il était longtemps controversé ou réputé inexistant, fait désormais consensus. Ce consensus est produit et consolidé par la publication d'études par des acteurs institutionnels et académiques, qui introduisent également la « matérialité » (financière) de l'ESG comme nouveau mot d'ordre." (van Weeren, 2021, p. 9)

Enfin, dans la lignée du tropisme des qualités de la finance éthique autour des enjeux financiers et économiques, des travaux reviennent également sur **le statut et la nature principalement marchands** de ces mouvements moraux de la finance. Alors que certaines recherches esquissent la possibilité d'un rapprochement entre finance et logiques militantes (Arjaliès, 2010), l'essentiel des études sur ces finances morales tendent à démontrer le primat de la nature financière de ces mouvements. En particulier, avec le cas de l'ISR en France, Déjean *et al.* (2013) reviennent sur ce débat et suggèrent de voir en priorité ces évolutions comme l'émergence de nouveaux marchés, soumis aux logiques institutionnelles de la finance, plutôt qu'à des dynamiques activistes. Dans une perspective similaire, Parfitt (2020) bat en brèche l'idée selon laquelle l'investissement responsable et les critères ESG seraient une forme de dissidence et de contestation par rapport à la finance traditionnelle (Langley, 2008), où une critique militante et politique forte serait exprimée. Au contraire, elle suggère que la principale boussole de ces pratiques reste la réalisation d'un profit, *via* la primauté de la « matérialité financière » :

> "ESG risk matrices are primarily set by investment analysts and the ethical questions are asked and answered in private forums, with little to no oversight or opportunity for public engagement. The decisions about which ESG factors to integrate, and how to assess and manage them, are based on either subjective ethical positions or an investment manager's perceptions and speculations about what other people's ethical positions may be. Even if these spaces are opened to other stakeholders, ESG integration itself is constrained by the imperative for profit-making, via the requirement for financial materiality, which imposes limits on the range of ethical positions that can be taken or supported." (Parfitt, 2020, p. 583)

En somme, les quatre aspects soulignés ci-dessus mettent en évidence une certaine internalité des mouvements de la finance moralisée à leurs espaces sociaux d'origine, à savoir la finance. Cette internalité se manifeste dans l'autonomie qu'ils entretiennent à l'égard de sphères externes, dans le

cadre de la définition de leurs conventions et pratiques, tout comme dans celui de leurs objectifs et intérêts, qui gravitent largement autour de la légitimation, l'accroissement ou l'expansion des pouvoirs des institutions et acteurs financiers. Notre étude sur la finance d'impact genevoise converge largement avec les résultats produits sur les quatre aspects de cette autonomie, tout en en proposant, selon nous, une lecture qui les complète.

Tout d'abord, l'enjeu de l'acquisition et de la légitimation du **pouvoir** des institutions financières est présent dans notre étude. Cependant, notre approche complète les analyses existantes sur cette question à l'échelle globale, en proposant une lecture située, mésosociale, interorganisationnelle et interindividuelle de cet enjeu. Bien que notre cadrage théorique utilisant le champ fligsteinien comme unité analytique principale adopte une compréhension qui n'est pas centrée sur les enjeux de pouvoir, ces derniers se retrouvent indirectement dans les mécaniques d'émergence endogène que nous mettons au jour. Chiapello (2023) voit dans la finance éthique un instrument pour l'accroissement de la légitimation du pouvoir possédé par les milieux financiers. Notre analyse peut s'inscrire dans cette perspective, tout en identifiant les processus mésosociaux qui permettent cette légitimation. En effet, en montrant que ce sont les acteurs internes et dominants de la finance traditionnelle genevoise qui ont porté le développement de la finance d'impact dans la ville, nous observons des tentatives de légitimation de leur pouvoir. En l'occurrence, l'approche bourdieusienne tente à plusieurs reprises d'identifier les facteurs de l'émergence et du changement dans les champs et les marchés en notant, en particulier, le rôle des acteurs dominants dans ces processus (Boyer, 2003), comme c'est d'ailleurs le cas dans ses études sur le champ littéraire (Bourdieu, 1992) et celui de la télévision (Bourdieu, 1996). Selon cette analyse, les acteurs dominants ont un intérêt fort à rechercher une validation de leur statut en dehors de leur champ d'origine, afin d'accroître la légitimé de leur pouvoir en en obtenant une reconnaissance externe. De ce point de vue, l'intérêt des acteurs dominants de la finance genevoise pour l'impact investing et leur rôle majeur dans le développement de ce sous-champ peuvent être également compris comme des tentatives de légitimation, consolidation et expansion de leur propre pouvoir. Cette lecture permet ainsi de mieux comprendre les motivations de ces individus et de renforcer les conclusions existantes sur l'enjeu du pouvoir financier dans les finances éthiques. Ensuite, la question de la **diversité des pratiques et des conventions de qualité** est centrale dans notre analyse. À ce titre, nous partageons les conclusions générales sur le primat des pratiques, logiques et conventions financières au sein de cette diversité. Le chapitre 2 nous permet en effet d'analyser les conditions et les conséquences de cette diversité sur le statut de la pratique et ses objectifs. La construction de conventions de qualité cohérentes mais multiples, validées par une faible prescription dans le champ et une croyance commune dans les mécanismes autorégulateurs du

marché, débouche sur un espace marchand permissif où les objectifs de la finance conventionnelle finissent parfois par primer sur l' « impact », sans que cela ne génère de discorde forte entre les acteurs. Ces derniers font alors primer la coopération sur la concurrence et se félicitent de cette liberté d'approches qui autorise des pratiques et moralités très proches des marchés financiers conventionnels, et ce, sans grande remise en cause. Enfin, la **nature principalement marchande** et non formellement contestataire de la finance d'impact est un important résultat de notre recherche, qui s'inscrit dans la continuité des travaux mentionnés dans le précédent paragraphe, notamment sur d'autres formes de finance moralisée (Déjean et al., 2013). Nous étayons ce résultat à deux niveaux. Au niveau du champ, nous montrons que les logiques internes à la finance genevoise sont structurantes dans l'émergence de l'impact investing, là où le rôle des ONG ou acteurs extra-financiers reste, au plus, catalyseur. À l'échelle individuelle, nous observons que les parcours des acteurs impliqués révèlent des socialisations faiblement militantes et débouchant sur des moralités dépolitisées en phase avec les pratiques identifiées dans le champ. Ces conclusions renforcent ainsi l'idée que l'impact investing, comme d'autres marchés moralisés de la finance, repose le plus souvent sur une opportunité économique, que sur des motivations activistes ou politiquement contestataires.

En fin de compte, il nous semble important de noter les conséquences pratiques de ce travail sur la compréhension des marchés moralisés, en particulier des marchés de la finance morale. En effet, à l'heure où les enjeux sociaux et environnementaux les plus pressants font leur incursion dans nombre de *business models*, il apparaît essentiel de questionner l'origine et le déploiement de ces mutations. Dépassant la dualité *greenwashing vs* sincérité, de telles approches doivent permettre de comprendre les fondements de ces évolutions et de s'appuyer sur leurs infrastructures pour expliquer leurs conséquences et retentissements concrets sur les enjeux sociaux et environnementaux auxquels ils prétendent répondre. Au-delà du seul cas de l'impact investing, ces analyses mésosociales attentives aux relations entre l'intérieur et l'extérieur des marchés moralisés sont cruciales. En l'occurrence, elles résonnent avec une série de recherches mettant en évidence, plus ou moins directement, les formes d'autonomies qui structurent et définissent les objectifs de tels marchés. La compréhension des conditions de ces autonomies est précieuse dans l'analyse de leurs conséquences. Car si l'impact investing est un commerce des vertus, alors il nous paraît moins urgent de questionner la sincérité de ses participants, que les configurations qui permettent de définir les vertus qui s'y échangent, le potentiel *impact* de ces configurations sur le traitement des problèmes identifiés et sur le statut et les motivations des acteurs qui affirment y répondre.

Annexes

Annexe 1 : tableau des interviewés

Nom (anonymisé)	Organisation d'appartenance	Fonction/Remarques
Acteurs marchands		
Paul Lacour	Transform	Cofondateur de Green Lotus et de Transform
Pierre-Luc d'Autane	Lime	Cofondateur de Green Lotus et de Lime
Gaspard Leblanc	FAC	Cofondateur de Green Lotus et associé-gérant à FAC
Raphaël Brunner	Transform	Directeur exécutif
Jules Baum	Regenae	Managing Partner
Odile Varga	Lacour-Deschamps	Responsible for Sustainability Integration
Garance Bilder	Harmony	Membre du *board*
Clara de Montane	FAC	Directrice exécutive
Palash Shankar	Harmony	Market Research Analyst, Impact Division
Bruno Reymond	Harmony	Head of Portfolio Management
Caroline Dubas	Hecate	Head of Research
Claire Delastre	Omnis	Manager
Clothilde Heger	Regenae	Impact and Investement Manager
Sam Blink	Green Lotus	Chief Risk Officer
Anna Meunier	Lime	Head of Impact Management
Nina Langlois	Steelax	Impact Analyst
Sandra Moulin	Steelax	ESG Analyst
Paula Bàrcenas	Transform	Impact Analyst
Kristina von Braun	Lacour-Deschamps	Ex-employée de Lacour-Deschamps
Thomas Grandet	EPFL*/Hecate	Mesure d'impact
Gérard Boyer	Une startup d'évaluation d'impacts	CEO et fondateur
Fritz Kasse	Kori	CEO et cofondateur
Matteo Conti	AccountFin	Senior Relationships Manager
André Pajaire	Raiffeisen*	Investment Advisor
Jean Beuret	Bonhôte*	Manager
Alexandre Deray	Bonhôte*	Membre de la direction

Florian Elzer	Banque Alternative Suisse*	Responsable placements
Lucas Laurent	Helvetia Environnement*	Responsable du financement du développement
Acteurs associatifs, publics, politiques, académiques, investisseurs		
Philip Schneider	CNUCED – ONU*	Ex-coordinateur à la CNUCED
Claudia Ricci	PNUD – ONU*	Program Specialist, Environmental Finance
Tanya Gupta	Euler	Managing Director and Co-founder
Keith Mayer	CNUCED – ONU*	Economic Affairs Officer
Florence Russo	SFG*	Membre de la direction
Pierre Dussud	B-Lab Switzerland*	Membre de la direction
Mark Douglas	Une fondation engagée dans le développement de *social businesses*	Cofondateur et président du *board*
Juliet Hughes	Une fondation pour le développement international	Fondatrice
Gustav Sousa	-	Client de Kori
Alba Vasio	-	Entrepreneuse dans la finance d'impact
Julia Falize	Une entreprise de conseil en impact investing	Conseillère d'investissement durable
Enrique Flores	CICR – Croix Rouge*	Head of new financing models
Gina Fuentes	Une organisation de développement basée en Suisse	Conseillère en inclusion financière et gestion des affaires
Arthur Hembert	Une entreprise de conseil en impact investing	Cofondateur
Louis Hesse	Observatoire de la finance*	Membre de la direction
Quentin Marot	PNUD – ONU*	Deputy Country Director
Yong Kang	Center for Sustainable Finance and Private Wealth – Université de Zurich*	Membre de la direction
Claudia Weiss	État de Genève*	Chargée de la trésorerie générale du Canton de Genève

* Non anonymisé.

Annexe 2 : aide-mémoire sur les huit organisations du cas d'étude

Green Lotus

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2001	Émerge comme pionnier de la microfinance commerciale, avec le soutien de plusieurs banques privées genevoises.
Effectif d'employés approx.	135 +	Inclut l'ensemble des employés localisés à Genève *et* dans 6 antennes régionales, y compris à l'étranger.
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	3,5 Md	
Type d'investissements	Essentiellement microfinance, marchés émergents avec focus social & environnemental	Initialement positionnée en microfinance, Green Lotus étend ses activités dans les marchés émergents (ex : investissements dans l'éducation, l'énergie) au cours des années 2010.
Classes d'actifs	Private & Public Debt, Private & Public Equity	Les produits listés ont été introduits récemment, avec le rachat de Green Lotus par le grand groupe financier Richters, en 2019.
Interviewés liés à l'entreprise	- **Paul Lacour**, issu de la famille Lacour-Deschamps, cofondateur de Green Lotus, puis cofondateur d'Harmony et de Transform. - **Gaspard Leblanc**, cofondateur de Green Lotus, associé-gérant à FAC au moment de l'enquête. - **Pierre-Luc d'Autane**, cofondateur de Green Lotus, puis cofondateur de Lime. Est responsable de la scission entre Green Lotus et Lime. - **Sam Blink**, Chief Risk Officer à Green Lotus.	
Nombre de personnes dans la base de données	25	En ce qui concerne l'écart entre ce nombre et l'effectif total de l'entreprise, voir détails en méthodologie de la base de données.

Harmony

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2004	Deuxième pionnier de la microfinance commerciale. Harmony se positionne comme un *broker* et offre ses services d'investissement à différentes entreprises financières.
Effectif d'employés approx.	150 +	Inclut l'ensemble des employés localisés à Genève *et* dans 9 antennes régionales, y compris à l'étranger.
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	2,9 Md	
Type d'investissement	Essentiellement microfinance	Les investissements en microfinance, et particulièrement en microcrédit, constituent l'axe principal de l'activité d'Harmony.
Classes d'actifs	Principalement Private Debt & Private Equity	La dette reste l'instrument principal d'investissement chez Harmony.
Interviewés liés à l'entreprise	- **Paul Lacour**, issu de la famille Lacour-Deschamps, cofondateur de Green Lotus, puis cofondateur d'Harmony et de Transform. - **Garance Bilder**, membre du *board* d'Harmony. - **Palash Shankar**, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony. - **Bruno Reymond**, Head of Portfolio Management, Harmony.	
Nombre de personnes dans la base de données	19	En ce qui concerne l'écart entre ce nombre et l'effectif total de l'entreprise, voir détails en méthodologie de la base de données.

Lime

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2007	Lime est d'abord dans le groupe Green Lotus, puis s'en autonomise en 2012.
Effectif d'employés approx.	60 +	
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	300 M	
Type d'investissement	Microfinance, marchés émergents, avec focus social & environnemental	Lime cherche initialement à se distinguer de Green Lotus en développant des produits dépassant la microfinance (accès à l'énergie, l'éducation, par exemple).
Classes d'actifs	Private Debt & Private Equity	
Interviewés liés à l'entreprise	- **Pierre-Luc d'Autane**, cofondateur de Green Lotus, puis cofondateur de Lime. Est responsable de la scission entre Green Lotus et Lime. - **Anna Meunier**, Head of Impact Management, Lime.	
Nombre de personnes dans la base de données	59	

Transform

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2010	
Effectif d'employés approx.	15 +	
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	300 M	
Type d'investissement	Microfinance, marchés émergents, avec focus social & environnemental	
Classes d'actifs	Private Debt & Private Equity	
Interviewés liés à l'entreprise	- **Paul Lacour**, issu de la famille Lacour-Deschamps, cofondateur de Green Lotus, puis cofondateur d'Harmony et de Transform. - **Raphaël Brunner**, directeur exécutif de Transform. - **Paula Bàrcenas**, Impact Analyst, Transform.	
Nombre de personnes dans la base de données	13	

Steelax

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2003	Steelax commence à intégrer des dimensions « durables » à ses investissements dès 2008
Effectif d'employés approx.	30 +	
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	650 M	
Type d'investissement	Investissements sur les marchés émergents, avec un focus social & environnemental	
Classes d'actifs	Essentiellement Private Debt & Private Equity	
Interviewés liés à l'entreprise	- **Nina Langlois**, Impact Analyst, Steelax. - **Sandra Moulin**, ESG Analyst, Steelax.	
Nombre de personnes dans la base de données	22	

Omnis

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2008	Le fondateur crée Omnis après avoir quitté UBS en 2007.
Effectif d'employés approx.	15 +	
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	100 M	
Type d'investissement	Microfinance, marchés émergents, avec un focus social & environnemental	
Classes d'actifs	Private Debt & Private Equity	
Interviewés liés à l'entreprise	- **Claire Delastre**, Manager, Omnis. - **Halder Pandey**, fondateur d'Omnis, par email.	
Nombre de personnes dans la base de données	15	

Regenae

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2010	
Effectif d'employés approx.	20 +	
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	75 M	
Type d'investissement	Marchés développés, avec un focus sur l'impact environnemental	Regenae met en avant son approche de l'« économie régénérative », centrée sur la préservation des ressources et des écosystèmes.
Classes d'actifs	Private Debt & Private Equity	
Interviewés liés à l'entreprise	- **Jules Baum**, Managing Partner à Regenae, qu'il rejoint après avoir vécu la crise de 2008 dans la finance conventionnelle. - **Clothilde Heger**, Impact and Investment Manager, Regenae.	
Nombre de personnes dans la base de données	20	

Hecate

Caractéristique étudiée	Informations correspondantes	Remarques additionnelles
Date de fondation	2010	Émerge comme la branche « durable » de la banque privée genevoise Lamy.
Effectif d'employés approx.	15 +	
Volume d'actifs sous gestion (estimation USD)	100 M	
Type d'investissement	Marchés développés, avec un focus sur les approches ESG	
Classes d'actifs	Essentiellement Public Equity and Public Debt, au moment de l'enquête	Récemment, Hecate a acquis un groupe de finance d'impact et commence à développer des produits en Private Equity et Private Debt. Cette évolution tardive n'est pas documentée dans ce travail.
Interviewés liés à l'entreprise	- **Caroline Dubas**, Head of Research, Hecate. - **Thomas Grandet**, Analyste d'Impact, Hecate/EPFL.	
Nombre de personnes dans la base de données	14	

Annexe 3 : statistiques descriptives générales

Variable\Statistique	Mode	Modalités	Effectif par modalité	Fréquence par modalité (%)
ORGANISATION	LIM	OMN	15	8,02
		HCT	14	7,49
		LIM	59	31,55
		GRL	25	13,37
		TRS	13	6,95
		STX	22	11,76
		RGN	20	10,70
		HAR	19	10,16
AGE	40-49	40-49	60	32,09
		50-59	23	12,30
		<39	45	24,06
		>60	10	5,35
		Manquant	49	26,20
GENRE	Homme	Femme	58	31,02
		Homme	129	68,98
FONCTION	2	0	45	24,06
		1	33	17,65
		2	85	45,45
		3	24	12,83
PRO_DURABLE	Non	Non	113	60,43
		Oui	74	39,57
PRO_CONVENTIONNEL	Oui	Non	52	27,81
		Oui	135	72,19
PRO_ONG	Non	Non	144	77,01
		Oui	43	22,99
PRO_DÉVELOPPEMENT	Non	Non	159	85,03
		Oui	28	14,97
PRO_PUBLIC	Non	Non	142	75,94
		Oui	45	24,06
EDU_FINANCE	Non	Manquant	25	13,37
		Non	86	45,99
		Oui	76	40,64
EDU_NONFINANCE	Non	Manquant	24	12,83
		Non	135	72,19
		Oui	28	14,97

Annexe 4 : ACM avec imputation des valeurs manquantes pour EDU_FINANCE

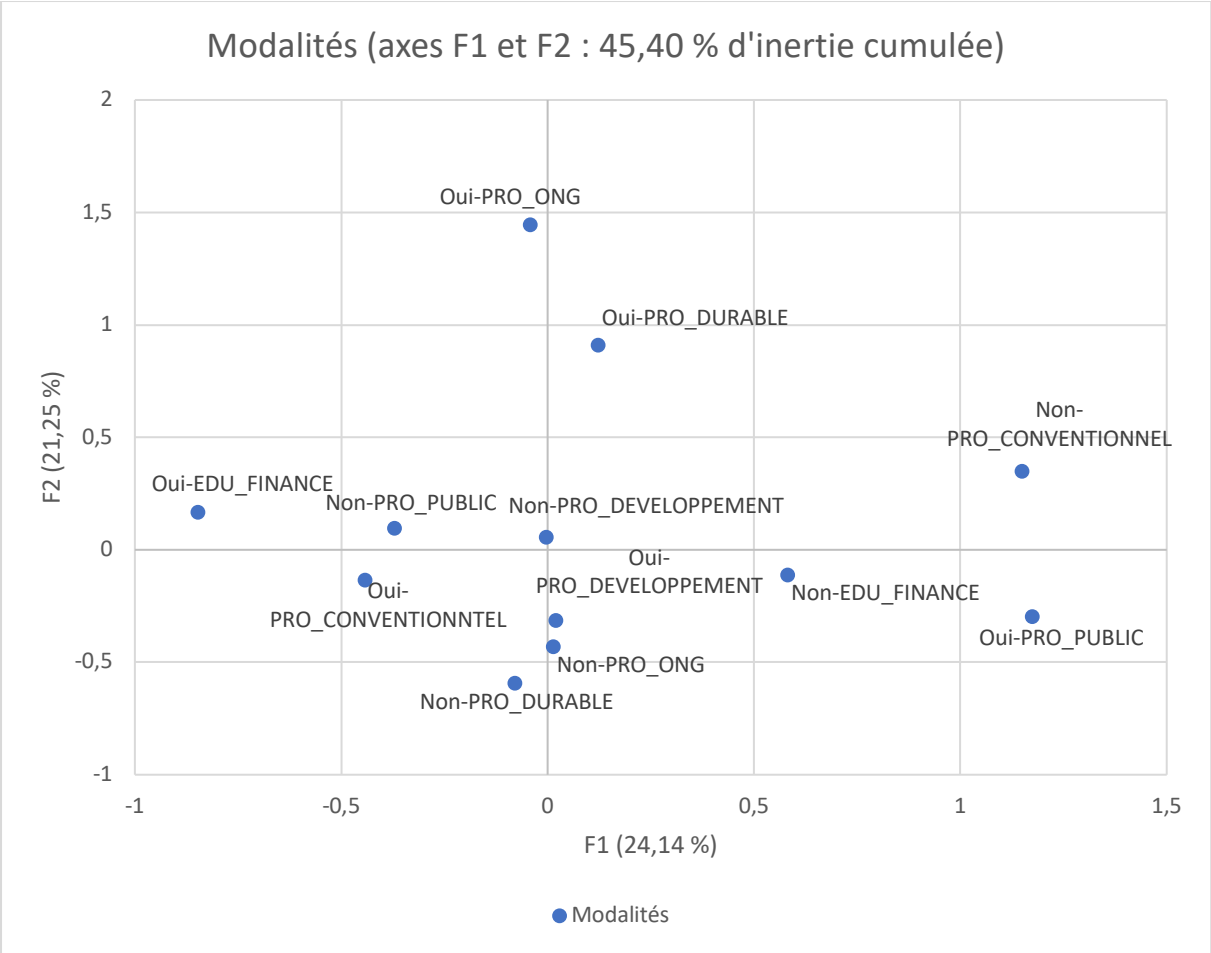
Pour réaliser l'imputation de valeurs manquantes, nous faisons ainsi l'hypothèse que les valeurs manquantes sont principalement explicables par la distribution des variables observées, et sont peu impactées par des variables inobservées. En effet, nous expliquons l'apparition de valeurs manquantes essentiellement chez des individus plus âgés[251], n'ayant pas construit de profil LinkedIn au cours de leur carrière, en raison de la moindre importance de ce dernier dans les recrutements professionnels à leur époque. Ces profils seraient ainsi aujourd'hui moins fournis, et ne renseigneraient pas en détail les parcours scolaires. Ainsi, pour **EDU_FINANCE**, nous utilisons la technique des plus proches voisins (KNN) qui remplace les valeurs manquantes par les valeurs les plus probables au regard des autres caractéristiques des individus concernés et des *patterns* déjà observés dans la base de données, selon les autres variables (Batista et Monard, 2002 ; Malarvizhi et Thanamani, 2012). L'imputation par la technique KNN repose ainsi sur les données déjà présentes dans la base de données, et notamment la variable de l'âge. Les individus pour lesquels cette donnée de l'âge est manquante ayant été regroupés dans une catégorie créée (modalité MQ), la technique d'imputation qui en découle suppose une certaine homogénéité au sein de ce groupe d'individus.

1 – Contribution des modalités (%), axes 1 et 2, emphase ajoutées sur les valeurs élevées

	F1	**F2**
Non-PRO_DURABLE	0,265	**16,749**
Oui-PRO_DURABLE	0,405	**25,576**
Non-PRO_CONVENTIONNEL	**25,375**	2,652
Oui-PRO_CONVENTIONNEL	**9,774**	1,022
Non-PRO_ONG	0,009	**11,251**
Oui-PRO_ONG	0,029	**37,679**
Non-PRO_DÉVELOPPEMENT	0,001	0,206
Oui-PRO_DÉVELOPPEMENT	0,004	1,172
Non-PRO_PUBLIC	**7,255**	0,529
Oui-PRO_PUBLIC	**22,894**	1,670
Non-EDU_FINANCE	**13,814**	0,606
Oui-EDU_FINANCE	**20,175**	0,886

[251] Nous avons vu que ces profils sont probablement surreprésentés parmi les valeurs manquantes dans la variable **AGE**.

2 – ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives



Annexe 5 : contributions des modalités (%) aux axes de l'ACM

	F1	F2	F3	F4	F5
Non-PRO_DURABLE	1,121	16,849	0,354	0,292	5,456
Oui-PRO_DURABLE	1,711	25,729	0,540	0,447	8,332
Non- PRO_CONVENTIONNEL	26,037	0,152	1,272	3,167	0,549
Oui- PRO_CONVENTIONNEL	10,029	0,058	0,490	1,220	0,211
Non-PRO_ONG	0,036	6,102	5,250	2,778	0,445
Oui-PRO_ONG	0,121	20,436	17,580	9,303	1,492
Non-PRO_DÉVELOPPEMENT	0,006	0,058	9,261	2,459	0,700
Oui-PRO_DÉVELOPPEMENT	0,037	0,329	52,592	13,965	3,976
Non-PRO_PUBLIC	6,677	1,093	0,228	4,032	6,449
Oui-PRO_PUBLIC	21,071	3,450	0,720	12,724	20,350
MQ-EDU_FINANCE	0,718	22,301	4,938	42,948	2,072
Non-EDU_FINANCE	13,335	1,807	5,362	4,031	27,437
Oui-EDU_FINANCE	19,101	1,635	1,413	2,634	22,529

Annexe 6 : tris croisés supplémentaires

1 – Répartition de EDU_FINANCE en fonction de PRO_ATYPIQUE

EDU_FINANCE \ PRO_ATYPIQUE	Non	Oui	Total
Manquant	48,00%	52,00%	100,00%
Non	41,86%	58,14%	100,00%
Oui	51,32%	48,68%	100,00%
Total	46,52%	53,48%	100,00%

2 – Répartition de PRO_CONVENTIONNEL en fonction de PRO_ATYPIQUE

PRO_CONVENTIO. \ PRO_ATYPIQUE	Non	Oui	Total
Non	40,38%	59,62%	100,00%
Oui	48,89%	51,11%	100,00%
Total	46,52%	53,48%	100,00%

3 – Répartition de PRO_ATYPIQUE en fonction de EDU_NONFINANCE

PRO_ATY. \ EDU_NONFI.	Manquant	Non	Oui	Total
Non	13,79%	73,56%	12,64%	100,00%
Oui	12,00%	71,00%	17,00%	100,00%
Total	12,83%	72,19%	14,97%	100,00%

4 – Répartition de PRO_DURABLE en fonction de EDU_FINANCE

PRO_DURAB. \ EDU_FIN.	Manquant	Non	Oui	Total
Non	19,47%	40,71%	39,82%	100,00%
Oui	4,05%	54,05%	41,89%	100,00%
Total	13,37%	45,99%	40,64%	100,00%

5 – Répartition de PRO_DURABLE en fonction de PRO_ONG

PRO_DURABLE \ PRO_ONG	Non	Oui	Total
Non	84,96%	15,04%	100,00%
Oui	64,86%	35,14%	100,00%
Total	77,01%	22,99%	100,00%

6 – Répartition de PRO_DURABLE en fonction de PRO_DÉVELOPPEMENT

PRO_DURABLE \ PRO_DÉVELOP.	Non	Oui	Total
Non	87,61%	12,39%	100,00%
Oui	81,08%	18,92%	100,00%
Total	85,03%	14,97%	100,00%

7 – Répartition de PRO_DURABLE en fonction de PRO_PUBLIC

PRO_DURABLE \ PRO_PUBLIC	Non	Oui	Total
Non	75,22%	24,78%	100,00%
Oui	77,03%	22,97%	100,00%
Total	75,94%	24,06%	100,00%

8 – Répartition de PRO_ONG en fonction de PRO_PUBLIC

PRO_ONG \ PRO_PUBLIC	Non	Oui	Total
Non	74,31%	25,69%	100,00%
Oui	81,40%	18,60%	100,00%
Total	75,94%	24,06%	100,00%

Bibliographie

ABEND G., 2010, « What's new and old about the new sociology of morality », dans HITLIN S., VAISEY S. (dirs.), *Handbook of the Sociology of Morality*, New York, Springer, p. 561-584.

ABEND G., 2014, *The Moral Background: An Inquiry into the History of Business Ethics*, Princeton, NJ, Princeton University Press.

ADLER P.S., FORBES L.C., WILLMOTT H., 2007, « 3 Critical Management Studies », *Academy of Management Annals*, *1*, 1, p. 119-179.

AGRIKOLIANSKY É., 2017, « Chapitre 6 - Les « carrières militantes »: Portée et limites d'un concept narratif », dans *Sociologie plurielle des comportements politiques*, Presses de Sciences Po, p. 167-192.

AKEMU O., WHITEMAN G., KENNEDY S., 2016, « Social Enterprise Emergence from Social Movement Activism: The Fairphone Case: The Fairphone Case », *Journal of Management Studies*, *53*, 5, p. 846-877.

AKRICH, M., CALLON, M., LATOUR, B. (dirs.), 2006, *Sociologie de la traduction: Textes fondateurs*, Presses des Mines.

ALVESSON, M., WILLMOTT, H. (dirs.), 1992, *Critical management studies*, London ; Newbury Park, Sage, 230 p.

ANTEBY M., 2010, « Markets, Morals, and Practices of Trade: Jurisdictional Disputes in the U.S. Commerce in Cadavers », *Administrative Science Quarterly*, *55*, 4, p. 606-638.

ARAUJO P., 2020, *The New Swiss Banking Elite? Plurality and Polarization of Careers*, Thèse de doctorat, Lausanne, Université de Lausanne.

ARJALIÈS D.-L., 2010, « A Social Movement Perspective on Finance: How Socially Responsible Investment Mattered », *Journal of Business Ethics*, *92*, S1, p. 57-78.

ARJALIÈS D.-L., 2014, « Challengers from Within Economic Institutions: A Second-Class Social Movement? A Response to Déjean, Giamporcaro, Gond, Leca and Penalva-Icher's Comment on French SRI », *Journal of Business Ethics*, *123*, 2, p. 257-262.

ARRIGHI G., 2010, *The long twentieth century: money, power, and the origins of our times*, "New and updated ed."-- Cover, London ; New York, Verso, 416 p.

ASDAL K., COINTE B., HOBÆK B., REINERTSEN H., HUSE T., MORSMAN S.R., MÅLØY T., 2023, « 'The good economy': a conceptual and empirical move for investigating how economies and versions of the good are entangled », *BioSocieties*, *18*, 1, p. 1-24.

ATTENCOURT, B., SIMEANT, J. (dirs.), 2015, *Guide de l'enquête globale en sciences sociales*, Paris, CNRS Éd (Culture & société), 406 p.

BALMER J.M.T., STOTVIG S., 1997, « Corporate identity and private banking: a review and case study », *International Journal of Bank Marketing*, *15*, 5, p. 169-184.

BALSIGER P., 2014, « Between shaming corporations and promoting alternatives: The politics of an "ethical shopping map" », *Journal of Consumer Culture*, *14*, 2, p. 218-235.

BALSIGER P., 2016a, « Moral Struggles in Markets: The Fight against Battery Cages and the Rise of Cage-Free Eggs in Switzerland », *European Journal of Sociology*, *57*, 3, p. 419-450.

BALSIGER P., 2016b, *The Fight for Ethical Fashion. The Origins and Interactions of the Clean Clothes Campaign*, Abingdon, Oxforshire, Routledge.

BALSIGER P., 2021, « The dynamics of 'Moralized Markets': a field perspective », *Socio-Economic Review*, *19*, 1, p. 59-82.

BALSIGER P., BURNIER D., KABOUCHE N., forthcoming, *Varieties of Impact Investing (provisory title)*, Bristol, Bristol University Press.

BALSIGER P., GOLKA P., KABOUCHE N., 2023, « Value translation and issue valorization: how professionals shape divergent trajectories of impact investing in the UK and Switzerland », Workshop paper for the SI "Valuation and critique in the "good economy"" in Valuation Studies, edited by Kristin Asdal & Liliana Doganova.

BANSAL P., 2005, « Evolving sustainably: a longitudinal study of corporate sustainable development », *Strategic Management Journal*, *26*, 3, p. 197-218.

BARBER B.M., ODEAN T., 2008, « All That Glitters: The Effect of Attention and News on the Buying Behavior of Individual and Institutional Investors », *Review of Financial Studies*, *21*, 2, p. 785-818.

BARKER R., HENDRY J., ROBERTS J., SANDERSON P., 2012, « Can company-fund manager meetings convey informational benefits? Exploring the rationalisation of equity investment decision making by UK fund managers », *Accounting, Organizations and Society*, *37*, 4, p. 207-222.

BARMAN E., 2015, « Of Principle and Principal: Value Plurality in the Market of Impact Investing », *Valuation Studies*, *3*, 1, p. 9-44.

BARMAN E., 2017, *Caring Capitalism*, Cambridge, MA, Cambridge University Press.

BARMAN E., 2020, « Many a Slip: The Challenge of Impact as Boundary Object in Social Finance », *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, *45*, 3, p. 31-52.

BARMAN E., 2022, « De quoi le capitalisme se soucie-t-il ? »:, *Actes de la recherche en sciences sociales*, *N° 241*, 1, p. 92-101.

BARTLEY T., 2003, « Certifying Forests and Factories: States, Social Movements, and the Rise of Private Regulation in the Apparel and Forest Products Fields », *Politics & Society*, *31*, 3, p. 433-464.

BARTLEY T., 2007, « How Foundations Shape Social Movements: The Construction of an Organizational Field and the Rise of Forest Certification », *Social Problems*, *54*, 3, p. 229-255.

BARTLEY T., CHILD C., 2014, « Shaming the Corporation: The Social Production of Targets and the Anti-Sweatshop Movement », *American Sociological Review*, *79*, 4, p. 653-679.

BASTIN G., FRANCONY J.-M., 2016, « L'inscription, le masque et la donnée: Datafication du web et conflits d'interprétation autour des données dans un laboratoire invisible des sciences sociales », *Revue d'anthropologie des connaissances*, *10*, 4.

BATISTA G.E., MONARD M.C., 2002, « A study of K-nearest neighbour as an imputation method. », *His*, *87*, 251-260, p. 48.

BEAUD S., 1996, « L'usage de l'entretien en sciences sociales. Plaidoyer pour l'«entretien ethnographique» », *Politix*, *9*, 35, p. 226-257.

BECKER H.S., 1985, *Outsiders. Etudes de sociologie de la déviance*, Paris, Editions Métailié (Leçons De Choses), 250 p.

BECKER H.S., 2010, *Les Mondes de l'art*, Paris, Flammarion.

BECKERT J., 1999, « Agency, Entrepreneurs, and Institutional Change. The Role of Strategic Choice and Institutionalized Practices in Organizations », *Organization Studies*, *20*, 5, p. 777-799.

BECKERT J., 2009, « The social order of markets », *Theory and Society*, *38*, 3, p. 245-269.

BECKERT J., 2012, « Die sittliche Einbettung der Wirtschaft. Von der Effizienz- und Differenzierungstheorie zu einer Theorie wirtschaftlicher Felder », *Berliner Journal für Soziologie*, *22*, 2, p. 247-266.

BECKERT J., 2013, « Imagined futures: fictional expectations in the economy », *Theory and Society*, *42*, 3, p. 219-240.

BECKERT J., 2016, *Imagined Futures: Fictional Expectations and Capitalist Dynamics*, 1er édition, Cambridge, Massachusetts, Harvard University Press, 384 p.

BECKERT, J., MUSSELIN, C. (dirs.), 2013, *Constructing quality: the classification of goods in markets*, Oxford, Oxford University Press, 342 p.

BENFORD R.D., SNOW D.A., 2000, « Framing Processes and Social Movements: An Overview and Assessment », *Annual Review of Sociology*, *26*, p. 611-639.

BENZECRI, J.-P. (dir.), 1976, *L' analyse des données*, Paris, Dunod.

BERENI L., 2007, *De la cause à la loi. Les mobilisations pour la parité politique en France (1992-2000)*, Thèse de doctorat, Paris, Université Panthéon-Sorbonne - Paris I.

BERENI L., 2009, « Quand la mise à l'agenda ravive les mobilisations féministes. L'espace de la cause des femmes et la parité politique (1997-2000) », *Revue française de science politique*, *59*, 2, p. 301-323.

BERENI L., 2023, *Le management de la vertu. La diversité en entreprise à New York et à Paris*, Paris, Presses de Sciences Po.

BERENI L., DUBUISSON-QUELLIER S., 2020, « Au-delà de la confrontation : saisir la diversité des interactions entre mondes militants et mondes économiques », *Revue française de sociologie*, *61*, 4, p. 505-529.

BERENI L., PRUD'HOMME D., 2019, « Servir l'entreprise ou la changer ?: Les responsables diversité entre gestion, critique et performance de la vertu », *Revue française de sociologie*, *60*, 2, p. 175.

BERGER P.L., LUCKMANN T., 1966, *La Construction sociale de la réalité*, New York, Doubleday.

BETHLEN S.C. OF, 2018, « The Role of Calvinism in the Development of Modern Economy », *Polgári szemle*, *14*, Special Issue, p. 352-366.

BOLTANSKI L., CHIAPELLO E., 1999, *Le nouvel esprit du capitalisme*, Paris, Gallimard.

BOLTANSKI L., THEVENOT L., 1991, *De la justification. Les économies de la grandeur*, Paris, Gallimard, 483 p.

BOSVIEUX-ONYEKWELU C., BOUSSARD V., 2022, « Moraliser le capitalisme ou capitaliser sur la morale ? »:, *Actes de la recherche en sciences sociales*, *N° 241*, 1, p. 4-15.

BOURDIEU P., 1979, *La Distinction. Critique sociale du jugement*, Paris, Les Éditions de Minuit.

BOURDIEU P., 1986, « L'illusion biographique », *Actes de la Recherche en Sciences Sociales*, p. 69-72.

BOURDIEU P., 1992, *Les règles de l'art: genèse et structure du champ littéraire*, Paris, Editions du Seuil (Libre examen. Politique), 480 p.

BOURDIEU P., 1996, *Sur la télévision suivi de L'emprise du journalisme*, Paris, Liber éd (Raisons d'agir).

BOURDIEU, P. (dir.), 2009, *Questions de sociologie*, Repr., Paris, Ed. de Minuit (Reprise), 277 p.

BOURDIEU P., 2014, *Raisons pratiques: sur la théorie de l'action*, Paris, Éd. du Seuil (Points).

BOURDIEU P., 2022, *L'intérêt au désintéressement: cours au Collège de France (1987-1989)*, Paris, Raisons d'agir : Seuil (Cours et travaux), 387 p.

BOURGERON T., 2020, « Constructing the Double Circulation of Capital and "Social Impact." An Ethnographic Study of a French Impact Investment Fund », dans CHIAPELLO E., KNOLL L. (dirs.), *Social Finance, Impact Investing, and the Finanizalization of the Public Interest, Special Issue of Historical Social Research*, p. 117-139.

BOUSSARD, V. (dir.), 2017, *Finance at work*, London ; New York, NY, Routledge, Taylor & Francis Group, 263 p.

BOYER R., 2003, « L'anthropologie économique de Pierre Bourdieu: », *Actes de la recherche en sciences sociales*, *n° 150*, 5, p. 65-78.

BRACKING S., 2024, « Green bond market practices: exploring the moral 'balance' of environmental and financial values », *Journal of Cultural Economy*, p. 1-18.

BRACKING S., BORIE M., SIM G., TEMPLE T., 2023, « Turning investments green in bond markets: Qualification, devices and morality », *Economy and Society*, *52*, 4, p. 626-649.

BRANDENBURG M., 2012, « Impact Investing's Three Measurement Tools »,.

BRANDSTETTER L., LEHNER O.M., 2015, « Opening the Market for Impact Investments: The Need for Adapted Portfolio Tools », *Entrepreneurship Research Journal*, *5*, 2.

BREZA E., KINNAN C., 2021, « Measuring the Equilibrium Impacts of Credit: Evidence from the Indian Microfinance Crisis », *The Quarterly Journal of Economics*, *136*, 3, p. 1447-1497.

BRISCOE F., GUPTA A., 2016, « Social Activism in and Around Organizations », *Academy of Management Annals*, *10*, 1, p. 671-727.

BRYAN D., RAFFERTY M., 2014, « Financial Derivatives as Social Policy beyond Crisis », *Sociology*, *48*, 5, p. 887-903.

BUCK D., GETZ C., GUTHMAN J., 1997, « From Farm to Table: The Organic Vegetable Commodity Chain of Northern California », *Sociologia Ruralis*, *37*, 1, p. 3-20.

BUGG-LEVINE A., EMERSON J., 2011, *Impact investing: transforming how we make money while making a difference*, 1st ed, San Francisco, Jossey-Bass, 306 p.

BÜHLMANN F., DAVID T., MACH A., 2012, « The Swiss business elite (1980–2000): how the changing composition of the elite explains the decline of the Swiss company network », *Economy and Society*, *41*, 2, p. 199-226.

BÜHLMANN F., DAVOINE E., RAVASI C., 2018, « European top management careers: a field-analytical approach », *European Societies*, *20*, 3, p. 453-477.

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, p. 226-237.

BURT R.S., 1992, *Structural holes: the social structure of competition*, Cambridge, Mass, Harvard University Press, 313 p.

BURT R.S., 1999, « The social capital of opinion leaders », *The Annals of the American Academy of Political and Social Science*, *566*, 1, p. 37-54.

CALDERINI M., CHIODO V., MICHELUCCI F.V., 2018, « The social impact investment race: toward an interpretative framework », *European Business Review*, *30*, 1, p. 66-81.

CALLON M., 1986, « Éléments pour une sociologie de la traduction: La domestication des coquilles Saint-Jacques et des marins-pêcheurs dans la baie de Saint-Brieuc », *L'Année sociologique (1940/1948)*, *36*, p. 169-208.

CALLON, M., MILLO, Y., MUNIESA, F. (dirs.), 2007, *Market devices*, Malden, MA, Blackwell Pub (Sociological review monographs), 318 p.

CARMAN J.G., 2010, « The Accountability Movement: What's Wrong With This Theory of Change? », *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, *39*, 2, p. 256-274.

CAROLLO L., GUERCI M., 2018, « 'Activists in a Suit': Paradoxes and Metaphors in Sustainability Managers' Identity Work », *Journal of Business Ethics*, *148*, 2, p. 249-268.

CARRUTHERS B.G., ARIOVICH L., 2010, *Money and credit: a sociological approach*, Cambridge, Polity, 215 p.

CARTER P., VAN DE SIJPE N., CALEL R., 2021, « The elusive quest for additionality », *World Development*, *141*.

CASASNOVAS G., 2022, « When States Build Markets: Policy Support as a Double-edged Sword in the UK Social Investment Market », *Organization Studies*, p. 229-252.

CASELLI D., 2020, « Did You Say "Social Impact"? Welfare Transformations, Networks of Expertise, and the Financialization of Italian Welfare », *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, *45*, 3, p. 140-160.

CASSIS Y., 1991, « L'histoire des banques suisses, aux XIXe et XXe siècles », *Revue Suisse d'Histoire*, *4*, 41.

CASSIS Y., DEBRUNNER F., 1990, « Les élites bancaires suisses: 1880-1960 », *Revue Suisse d'Histoire*, *3*, 40.

CHAMBOREDON H., PAVIS F., SURDEZ M., WILLEMEZ L., 1994, « S'imposer aux imposants. A propos de quelques obstacles rencontrés par des sociologues débutants dans la pratique et l'usage de l'entretien », *Genèses*, *16*, 1, p. 114-132.

CHAPUT M., PAULSSON A., 2023, « Bypassing the animal: Plant-based meat and the communicative constitution of a moral market », *Economy and Society*, *52*, 2, p. 274-297.

CHIAPELLO E., 2013, « Capitalism and its criticisms », *New spirits of capitalism? Crises, justifications, and dynamics*, p. 60-81.

CHIAPELLO E., 2015, « Financialisation of Valuation », *Human Studies*, *38*, 1, p. 13-35.

CHIAPELLO È., 2017, « La financiarisation des politiques publiques »:, *Mondes en développement*, *n° 178*, 2, p. 23-40.

CHIAPELLO È., 2020, « La financiarisation de la politique climatique dans l'impasse », dans CHIAPELLO E., MISSEMER A., POTTIER A. (dirs.), *Faire l'économie de l'environnement*, Paris, Presses de l'Ecole des Mines, p. 39-58.

CHIAPELLO E., 2023, « Impact finance: how social and environmental questions are addressed in times of financialized capitalism », *Review of Evolutionary Political Economy*, *4*, 2, p. 199-220.

CHIAPELLO E., ENGELS A., 2021, « The fabrication of environmental intangibles as a questionable response to environmental problems », *Journal of Cultural Economy*, *14*, 5, p. 517-532.

CHIAPELLO È., ENGELS A., GONÇALVES GRESSE E., 2023, *Financializations of Development: Global Games and Local Experiments*, 1re édition, London, Routledge.

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), p. 152-188.

CHIAPELLO E., KNOLL L., 2020a, « Social Finance and Impact Investing. Governing Welfare in the Era of Financialization », *Historical Social Research / Historische Sozialforschung*, *45*, 3, p. 7-30.

CHIAPELLO E., KNOLL L., 2020b, « The Welfare Conventions Approach: A Comparative Perspective on Social Impact Bonds », *Journal of Comparative Policy Analysis: Research and Practice*, *22*, 2, p. 100-115.

CHIAPELLO E., KNOLL L., WARNER M.E., 2020, « Special Issue: Social Impact Bonds and the Urban Transformation », *Journal of Urban Affairs*, *42*, 6, p. 815-815.

COBB R.W., ELDER C.D., 1972, *Participation in American politics: the dynamics of agenda-building*, Boston, Allyn and Bacon, 182 p.

COCHOY F., 2002, *Sociologie du packaging. ou l'âne de Buridan face au marché*, Paris cedex 14, Presses Universitaires de France (Sciences sociales et sociétés), 232 p.

COCHOY F., 2014, « Concerned markets: facing the future, beyond 'interested' and 'contested' markets », dans GEIGER S., HARRISON D., KJELLBERG H., MALLARD A. (dirs.), *Concerned Markets*, Edward Elgar Publishing.

COCHOY F., 2020, *Si l'économie m'était contée: huit histoires de marchés*, Aix-en-Provence, REF.2C éditions.

COHEN S.R., 2020, *Impact: Reshaping capitalism to drive real change*, London, Ebury Press, 256 p.

COLEMAN J.S., 1988, « Social Capital in the Creation of Human Capital », *American Journal of Sociology*, *94*, p. S95-S120.

COMBY J.-B., 2015, *La question climatique: genèse et dépolitisation d'un problème public*, Paris, Raisons d'agir (Cours et travaux), 244 p.

COMBY J.-B., 2017, « Dépolitisation du problème climatique. Réformisme et rapports de classe », *Idées économiques et sociales*, *190*, 4, p. 20-27.

COMBY J.-B., 2022, « Un éthos pondérateur: Adoucir et filtrer la critique écologique, l'ouvrir au capitalisme. Et vice versa », *Actes de la recherche en sciences sociales*, *N° 241*, 1, p. 74-91.

COPESTAKE J., JOHNSON S., CABELLO M., GOODWIN-GROEN R., GRAVESTEIJN R., HUMBERSTONE J., NINO-ZARAZUA M., TITUS M., 2016, « Towards a plural history of microfinance », *Canadian Journal of Development Studies / Revue canadienne d'études du développement*, *37*, 3, p. 279-297.

CORPATAUX J., CREVOISIER O., THEURILLAT T., 2009, « The Expansion of the Finance Industry and Its Impact on the Economy: A Territorial Approach Based on Swiss Pension Funds », *Economic Geography*, *85*, 3, p. 313-334.

CROZIER M., FRIEDBERG E., 2014, *L'acteur et le système: les contraintes de l'action collective*, Paris, Seuil.

DACIN M.T., DACIN P.A., TRACEY P., 2011, « Social Entrepreneurship: A Critique and Future Directions », *Organization Science*, *22*, 5, p. 1203-1213.

DAGGERS J., NICHOLLS A., 2016, *The Landscape of Social Impact Investment Research: Trends and Opportunities*, Oxford, Saïd Business School, University of Oxford.

DAL MASO G., TRIPATHY A., BRIGHTMAN M., 2022, « A moral turn in finance?: Labeling, purpose, and the morality of markets », *Focaal*, *2022*, 93, p. 1-17.

DAVID T., GINALSKI S., REBMANN F., SCHNYDER G., 2009, « The Swiss business elite between 1980-2000: Declining cohesion, changing educational profile and growing internationalization », *European economic elites: Between a new spirit of capitalism and the erosion of state socialism*, p. 197-220.

DAVID T., HEINIGER A., 2019, *Faire société: la philanthropie à Genève et ses réseaux transnationaux autour de 1900*.

DÉJEAN F., GIAMPORCARO S., GOND J.-P., LECA B., PENALVA-ICHER E., 2013, « Mistaking an Emerging Market for a Social Movement? A Comment on Arjaliès' Social-Movement Perspective on Socially Responsible Investment in France », *Journal of Business Ethics*, *112*, 2, p. 205-212.

DEMAZIERE D., 2008, « L'entretien biographique comme interaction négociations, contre-interprétations, ajustements de sens: », *Langage et société*, *n° 123*, 1, p. 15-35.

DESROSIÈRES A., 1990, « How to make things which hold together: Social science, statistics and the state », dans *Discourses on society: the shaping of the social science disciplines*, Springer, p. 195-218.

DESROSIÈRES A., 2010, *The Politics of Large Numbers: A History of Statistical Reasoning*, traduit par NAISH C., Revised ed. edition, Cambridge, Mass., Harvard University Press, 380 p.

DIMAGGIO P.J., POWELL W.W., 1983, « The Iron Cage Revisited: Institutional Isomorphism and Collective Rationality in Organizational Fields », *American Sociological Review*, *48*, 2, p. 147-160.

DUBUISSON-QUELLIER S., 2013, « A Market Mediation Strategy: How Social Movements Seek to Change Firms' Practices by Promoting New Principles of Product Valuation », *Organization Studies*, *34*, 5-6, p. 683-703.

DUBUISSON-QUELLIER S., 2018a, *La consommation engagée*, 2e édition entièrement actualisée, Paris, SciencesPo les presses (Contester), 154 p.

DUBUISSON-QUELLIER S., 2018b, *From Moral Concerns to Market Values*, BOSTRÖM M., MICHELETTI M., OOSTERVEER P. (dirs.), Oxford University Press.

DUCASTEL A., ANSEEUW W., 2020, « Impact Investing in South Africa: Investing in Empowerment, Empowering Investors », dans CHIAPELLO E., KNOLL L. (dirs.), *Social Finance, Impact Investing, and the Finanizalization of the Public Interest, Special Issue of Historical Social Research*, p. 53-73,.

DUFOUR B., 2019, « Social impact measurement: What can impact investment practices and the policy evaluation paradigm learn from each other? », *Research in International Business and Finance*, *47*, p. 18-30.

EBRAHIM A., BATTILANA J., MAIR J., 2014, « The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations », *Research in Organizational Behavior*, *34*, p. 81-100.

EBRAHIM A., RANGAN V.K., 2014, « What Impact? A Framework for Measuring the Scale and Scope of Social Performance », *California Management Review*, *56*, 3, p. 118-141.

EDELMAN L.F., MANOLOVA T.S., BRUSH C.G., 2017, « Angel Investing: A Literature Review », *Foundations and Trends® in Entrepreneurship*, *13*, 4-5, p. 265-439.

EMERSON J., 2018, *The purpose of capital: elements of impact, financial flows, and natural being*.

ESCOFIER B., PAGES J., 2008, *Analyses factorielles simples et multiples: objectifs, méthodes et interprétation*, 4e éd, Paris, Dunod (Sciences sup).

ESPELAND W.N., STEVENS M.L., 1998, « Commensuration as a Social Process », *Annual Review of Sociology*, *24*, 1, p. 313-343.

EYMARD-DUVERNAY F., 1989, « Conventions de qualité et formes de coordination », *Revue économique*, p. 329-360.

EYMARD-DUVERNAY F., 2003, « Du marché généralisé à la pluralité des conventions constitutives », *CLES. Cahiers lillois d'économie et de sociologie*, 41-42, p. 15-32.

FAMA E.F., 1970, « Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work », *The Journal of Finance*, *25*, 2, p. 383.

FANCONI P., SCHEURLE P., 2017, *Small money - big impact: fighting poverty with microfinance*, Chichester, West Sussex, United Kingdom, Wiley, 255 p.

FAVEREAU O., BIENCOURT O., EYMARD-DUVERNAY F., 2002, « Where do markets come from? From (quality) conventions », *Conventions and structures in economic organization: Markets, networks and hierarchies*, p. 213-252.

FERRARO F., BEUNZA D., 2014, « Why Talk? A Process Model of Dialogue in Shareholder Engagement », *SSRN Electronic Journal*.

FERRARO F., ETZION D., GEHMAN J., 2015, « Tackling Grand Challenges Pragmatically: Robust Action Revisited », *Organization Studies*, *36*, 3, p. 363-390.

FILLIEULE O., 2001, « Propositions pour une analyse processuelle de l'engagement individuel: Post scriptum », *Revue française de science politique*, *51*, 1, p. 199.

FINE B., 2012, « Financialization and Social Policy », dans UTTING P., RAZAVI S., BUCHHOLZ R.V. (dirs.), *The Global Crisis and Transformative Social Change*, London, Palgrave Macmillan UK, p. 103-122.

FLIGSTEIN N., 2013, « Understanding stability and change in fields », *Research in Organizational Behavior*, *33*, p. 39-51.

FLIGSTEIN N., MCADAM D., 2011, « Toward a General Theory of Strategic Action Fields », *Sociological Theory*, *29*, 1, p. 1-26.

FLIGSTEIN N., MCADAM D., 2012, *A Theory of Fields*, Oxford, New York, Oxford University Press.

FOROUGHI J., 2022, « ESG Is Not Impact Investing and Impact Investing Is Not ESG », *Stanford Social Innovation Review*.

FOUILLEUX E., LOCONTO A., 2017, « Dans les coulisses des labels : régulation tripartite et marchés imbriqués. De l'européanisation à la globalisation de l'agriculture biologique », *Revue française de sociologie*, *58*, 3, p. 501-531.

FOURCADE M., 2011, « Cents and Sensibility: Economic Valuation and the Nature of "Nature" », *American Journal of Sociology*, *116*, 6, p. 1721-1777.

FOURCADE M., HEALY K., 2007, « Moral Views of Market Society », *Annual Review of Sociology*, *33*, 1, p. 285-311.

FRANCOIS Y., 2015, « La professionnalisation des associations par les pratiques de gestion des compétences des acteurs associatifs produit-elle un processus de changement organisationnel ? », *Recherches en Sciences de Gestion*, *106*, 1, p. 113-133.

GAMSON W.A., 1990, *The strategy of social protest*, 2nd ed, Belmont, Calif, Wadsworth Pub, 357 p.

GEIGER, S., HARRISON, D., KJELLBERG, H., MALLARD, A. (dirs.), 2014, *Concerned markets: economic ordering for multiple values*, Cheltenham, UK, Edward Elgar, 269 p.

GEISSDOERFER M., SAVAGET P., BOCKEN N.M.P., HULTINK E.J., 2017, « The Circular Economy – A new sustainability paradigm? », *Journal of Cleaner Production*, *143*, p. 757-768.

GEORGALLIS P. (PANIKOS), LEE B., 2020, « Toward a theory of entry in moral markets: The role of social movements and organizational identity », *Strategic Organization*, *18*, 1, p. 50-74.

GIRIDHARADAS A., 2018, *Winners take all: the elite charade of changing the world*, First edition, New York, Alfred A. Knopf, 288 p.

GIVORD P., GUILLERM M., 2016, « Les modèles multiniveaux », Insee.

GLOBAL IMPACT INVESTING NETWORK (GIIN), 2019, « Core Characteristics of Impact Investing »,.

GODECHOT O., 2007, *Working rich. Salaires, bonus et appropriation du profit dans l'industrie financière*, Paris, La Découverte (TAP / Enquêtes de terrain), 312 p.

GOFFMAN E., 1974, *Les Rites d'interaction*, Paris, Les Éditions de Minuit.

GOLKA P., 2019, *Financialization as Welfare. Social impact investing and British Social Policy, 1997-2016*, Berlin, Springer.

GOLKA P., 2023, « The allure of finance: Social impact investing and the challenges of assetization in financialized capitalism », *Economy and Society*, *52*, 1, p. 62-86.

GOLKA P., VAN DER ZWAN N., 2022, « Experts versus representatives? Financialised valuation and institutional change in financial governance », *New Political Economy*, *27*, 6, p. 1017-1030.

GOND J.-P., MOON J., 2011, « Corporate social responsibility in retrospect and prospect: Exploring the life-cycle of an essentially contested concept », *ICCSR Research Paper Series*, *59*, p. 1-40.

GRABENWARTER U., LIECHTENSTEIN H., 2011, « In search of gamma. An unconventional perspective on Impact Investing »,.

GRANOVETTER M., 1985, « Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness », *American Journal of Sociology*, *91*, 3, p. 481-510.

GREGORY N., 2016, « De-Risking Impact Investing », *The World Economy*, *17*, p. 143-158.

GREY, C., WILLMOTT, H. (dirs.), 2005, *Critical management studies: a reader*, Oxford, Oxford University Press (Oxford management readers), 9 p.

GRIECO C., MICHELINI L., IASEVOLI G., 2015, « Measuring Value Creation in Social Enterprises: A Cluster Analysis of Social Impact Assessment Models », *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, *44*, 6, p. 1173-1193.

GRIMM P., 2010, « Social desirability bias », *Wiley international encyclopedia of marketing*.

GUEX S., 1999, « Les Origines Du Secret Bancaire Suisse Et Son Rôle Dans La Politique Dela Confédération Au Sortir De La Seconde Guerre Mondiale », *Genèses*, 34, p. 4-27.

GURTNER B., 2010, « L'agonie du secret bancaire suisse », *L'Économie politique*, *46*, 2, p. 36-45.

GUTER-SANDU A., 2022, « Accounting infrastructures and the negotiation of social and economic returns under financialization: The case of impact investing », *Competition & Change*, p. 205-223.

GUTHMAN J., 2004, « The Trouble with "Organic Lite" in California: a Rejoinder to the "Conventionalisation" Debate », *Sociologia Ruralis*, *44*, 3, p. 301-316.

HARDY C., MAGUIRE S., 2017, « Institutional Entrepreneurship and Change in Fields », dans *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*, 1 Oliver's Yard, 55 City Road London EC1Y 1SP, SAGE Publications Ltd, p. 261-280.

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, p. 1672-1704.

HELLMAN J., 2020, « Feeling Good and Financing Impact:Affective Judgements as a Tool for Social Investing », dans CHIAPELLO E., KNOLL L. (dirs.), *Social Finance, Impact Investing, and the Finanizalization of the Public Interest, Special Issue of Historical Social Research*, p. 95-116,.

HILDYARD N., MANSLEY M., 2002, *The Campaigners' Guide to Financial Markets: Effective Lobbying of Companies and Financial Institutions*, Sturminster Newton.

HIRSCHMAN A., 1982, « Rival Interpretations of Market Society: Civilizing, Destructive, or Feeble? », *Journal of Economic Literature*, *20*, 4, p. 1463-1484.

HITLIN S., VAISEY S., 2010, « Back to the Future », dans HITLIN S., VAISEY S. (dirs.), *Handbook of the Sociology of Morality*, New York, NY, Springer New York, p. 3-14.

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, p. 449-475.

HUDON M., SANDBERG J., 2013, « The Ethical Crisis in Microfinance: Issues, Findings, and Implications », *Business Ethics Quarterly*, *23*, 4, p. 561-589.

HUGHES E.C., CHAPOULIE J.-M., 1996, *Le regard sociologique: essais choisis*, Paris, Éd. de l'École des Hautes Études en Sciences Sociales (Recherches d'histoire et de sciences sociales), 344 p.

IGALENS J., GOND J.P., 2020, *La responsabilité sociale de l'entreprise*, Humensis.

INTERNATIONAL FINANCE CORPORATION, 2019, *Creating impact: the promise of impact investing*, World Bank.

ISMAIL Z., 2019, « Technical Assistance and Capacity Building in International Development », Birmingham, University of Birmingham.

KABOUCHE N., 2019, *Militer avec le marché: La coopération des associations végétariennes et véganes françaises avec les acteurs du marché de l'alimentation*, Thèse de doctorat, Paris, Institut d'études politiques de Paris, 120 p.

KABOUCHE N., DUBUISSON-QUELLIER S., 2020, « Collaborer avec le marché: les stratégies des associations végétariennes en France », *Revue française de sociologie*, *61*, 4, p. 617.

KARPIK L., 1996, « Dispositifs de confiance et engagements crédibles », *Sociologie du travail*, p. 527-550.

KARPIK L., 2000, « Le Guide rouge Michelin », *Sociologie du Travail*, *42*, 3, p. 369-389.

KARPIK L., 2007, *L'économie des singularités*, Paris, Gallimard, 384 p.

KING B.G., PEARCE N.A., 2010, « The Contentiousness of Markets: Politics, Social Movements, and Institutional Change in Markets », *Annual Review of Sociology*, *36*, 1, p. 249-267.

KORHONEN J., HONKASALO A., SEPPÄLÄ J., 2018, « Circular Economy: The Concept and its Limitations », *Ecological Economics*, *143*, p. 37-46.

KOTHARI S.P., 2001, « Capital markets research in accounting », *Journal of Accounting and Economics*, *31*, 1-3, p. 105-231.

KRAUSE M., 2017, « Social Theory Now », dans BENZECRY C.E., KRAUSE M., REED I.A. (dirs.), University of Chicago Press, p. 227-250.

KRIPPNER G.R., 2005, « The financialization of the American economy », *Socio-Economic Review*, *3*, 2, p. 173-208.

KURUNMÄKI L., MILLER P., 2013, « Calculating failure: The making of a calculative infrastructure for forgiving and forecasting failure », *Business History*, *55*, 7, p. 1100-1118.

LAHIRE B., 1998, *L'Homme pluriel*, Paris, Nathan.

LANGLEY P., 2008, « Pension fund capitalism, pension fund socialism and dissent from investment », *Global economy contested, power and conflict across the international division of labour. London: Routledge.*

LANGLEY P., 2020, « The folds of social finance: Making markets, remaking the social », *Environment and Planning A: Economy and Space*, *52*, 1, p. 130-147.

LATOUR B., 2015, *Science in action: how to follow scientists and engineers through society*, Nachdr., Cambridge, Mass, Harvard Univ. Press, 274 p.

LAUMANN E.O., MARSDEN P.V., PRENSKY D., 1989, « The boundary specification problem in network analysis », *Research methods in social network analysis*, *61*, 8.

LE VELLY R., 2012, *Sociologie du marché*, Paris, La Découverte (coll. Repères).

LE VELLY R., 2015, « Fair trade and mainstreaming », dans RAYNOLDS L.T., BENNETT E.A. (dirs.), *Handbook of Research on Fair Trade*, Edward Elgar Publishing.

LEINS S., 2020, « 'Responsible investment': ESG and the post-crisis ethical order », *Economy and Society*, *49*, 1, p. 71-91.

LEMERCIER C., PICARD E., 2010, « Quelle approche prosopographique ? »,.

LEMERCIER C., ZALC C., GOLDHAMMER A., 2019, *Quantitative methods in the humanities: an introduction*, Charlottesville, University of Virginia Press, 177 p.

LEPOUTRE J.M.W.N., VALENTE M., 2012, « Fools Breaking Out: The Role of Symbolic and Material Immunity in Explaining Institutional Nonconformity », *Academy of Management Journal*, *55*, 2, p. 285-313.

LEROUX B., 2015, « L'émergence de l'agriculture biologique en France : 1950-1990 », *Pour*, *227*, 3, p. 59-66.

LOUNSBURY M., VENTRESCA M., HIRSCH P.M., 2003, « Social movements, field frames and industry emergence: a cultural–political perspective on US recycling », *Socio-Economic Review*, *1*, 1, p. 71-104.

MACH A., ARAUJO P., 2018, « Longévité des familles à la tête des banques privées suisses. Trois exemples de trajectoires contrastées », *Revue vaudoise de généalogie et d'histoire de familles*, *30*, p. 49-62.

MADER P., 2013, « Rise and Fall of Microfinance in India: The Andhra Pradesh Crisis in Perspective », *Strategic Change*, *22*, 1-2, p. 47-66.

MADER P., 2015, *The political economy of microfinance: financialising poverty*, Houndmills, Basingstoke Hampshire, Palgrave Macmillan.

MAGUIRE S., HARDY C., LAWRENCE T.B., 2004, « Institutional Entrepreneurship In Emerging Fields: Hiv/Aids Treatment Advocacy In Canada. », *Academy of Management Journal*, *47*, 5, p. 657-679.

MALARVIZHI R., THANAMANI A.S., 2012, « K-nearest neighbor in missing data imputation », *Int. J. Eng. Res. Dev*, *5*, 1, p. 5-7.

MARSDEN P.V., 1990, « Network Data and Measurement », *Annual Review of Sociology*, *16*, p. 435-463.

MARTIN J.L., 2003, « What Is Field Theory? », *American Journal of Sociology*, *109*, 1, p. 1-49.

MARTINEZ D.E., COOPER D.J., 2019, « Assembling performance measurement through engagement », *Accounting, Organizations and Society*, *78*, p. 101052.

MAZBOURI M., GUEX S., 2010, « L'historiographie des banques et de la place financière suisses aux 19e-20e siècles »,.

MAZBOURI M., GUEX S., LOPEZ R., 2012, *Finanzplatz Schweiz / Malik Mazbouri, Sébastien Guex, Rodrigo López*, (Schweiz in der internationalen Verflechtung).

MCADAM D., MCCARTHY J.D., ZALD M.N., 1996, *Comparative perspectives on social movements: political opportunities, mobilizing structures, and cultural framings*, Cambridge; New York, Cambridge University Press.

MCCLOSKEY D.N., 2006, *The bourgeois virtues: ethics for an age of commerce*, Chicago, University of Chicago Press, 616 p.

MCDONNELL M.-H., KING B.G., SOULE S.A., 2015, « A Dynamic Process Model of Private Politics: Activist Targeting and Corporate Receptivity to Social Challenges », *American Sociological Review*, *80*, 3, p. 654-678.

MCDONNELL M.-H., ODZIEMKOWSKA K., PONTIKES E., 2021, « Bad Company: Shifts in Social Activists' Tactics and Resources After Industry Crises », *Organization Science*, p. orsc.2020.1410.

MENNICKEN A., MILLER P., 2012, « Accounting, Territorialization and Power », *Foucault Studies*, p. 4-24.

MENNICKEN A., MILLER P., SAMIOLO R., 2008, « Accounting for economic sociology », *Max Planck Institute for the Study of Societies (MPIfG)*, *10*, 1, p. 3-7.

MILLER L.J., 2017, *Building nature's market: the business and politics of natural foods*, Chicago ; London, The University of Chicago Press, 276 p.

MILLER P., 1992, « Accounting and objectivity: the invention of calculating selves and calculable spaces », *Annals of scholarship*, *9*, 1/2, p. 61-86.

MILLER P., 1998, « The Margins of Accounting », *The Sociological Review*, *46*, 1_suppl, p. 174-193.

MILLER P., POWER M., 2013, « Accounting, Organizing, and Economizing: Connecting Accounting Research and Organization Theory », *Academy of Management Annals*, *7*, 1, p. 557-605.

MILLER P., ROSE N., 1990, « Governing economic life », *Economy and Society*, *19*, 1, p. 1-31.

MILLO Y., BARMAN E., HALL M., 2016, « Accounting measurement tools and their impact on managerial decision making », *economic sociology_the european electronic newsletter*, *17*, 2, p. 17-23.

NACHTWEY O., SEIDL T., 2020, « The Solutionist Ethic and the Spirit of Digital Capitalism », preprint, SocArXiv.

NICHOLLS, A., PATON, R., EMERSON, J. (dirs.), 2015, « Measuring social impact », dans *Social Finance*, 1re édition, Oxford University PressOxford, p. 253-281.

OECD, 2020, *Global Outlook on Financing for Sustainable Development 2021: A New Way to Invest for People and Planet*, OECD.

OGIEN A., LAUGIER S., 2014, *Le principe démocratie: enquête sur les nouvelles formes du politique*, Paris, Découverte, 282 p.

ORLEAN A., 2011, *L'empire de la valeur: refonder l'économie*, Paris, Éditions du Seuil (Couleur des idées), 339 p.

ORLITZKY M., SCHMIDT F.L., RYNES S.L., 2003, « Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis », *Organization Studies*, *24*, 3, p. 403-441.

PACHE A.-C., SANTOS F.M., 2010, « Inside the Hybrid Organization: An Organizational Level View of Responses to Conflicting Institutional Demands », *SSRN Electronic Journal*.

PADGETT J.F., ANSELL C.K., 1993, « Robust Action and the Rise of the Medici, 1400-1434 », *American Journal of Sociology*, *98*, 6, p. 1259-1319.

PARFITT C., 2020, « ESG Integration Treats Ethics as Risk, but Whose Ethics and Whose Risk? Responsible Investment in the Context of Precarity and Risk-Shifting », *Critical Sociology*, *46*, 4-5, p. 573-587.

PENALVA ICHER É., 2009, « Construire une qualité pour le « socialement responsable » ? »:, *Revue Française de Socio-Économie*, *n° 4*, 2, p. 59-81.

PERRENOUD M., 2003, « Secret bancaire et politique étrangère de la Suisse (1932-1962) », *Relations internationales*, 113, p. 27-40.

PINÇON M., PINÇON-CHARLOT M., 1991, « Pratiques d'enquête dans l'aristocratie et la grande bourgeoisie : distance sociale et conditions spécifiques de l'entretien semi-directif », *Genèses*, *3*, 1, p. 120-133.

POLANYI K., 2001, *The great transformation: the political and economic origins of our time*, 2nd Beacon Paperback ed, Boston, MA, Beacon Press, 317 p.

PONTE S., GIBBON P., 2005, « Quality standards, conventions and the governance of global value chains », *Economy and Society*, *34*, 1, p. 1-31.

PORTER T.M., 1995, *Trust in Numbers*, Princeton University Press.

POWER M., 1996, « Making things auditable », *Accounting, Organizations and Society*, *21*, 2-3, p. 289-315.

POWER M., 2004, « Counting, Control and Calculation: Reflections on Measuring and Management », *Human Relations*, *57*, 6, p. 765-783.

POWER M., 2013, *The audit society: rituals of verification*, Repr, Oxford, Oxford University Press.

POWER M., 2015, « How accounting begins: Object formation and the accretion of infrastructure », *Accounting, Organizations and Society*, *47*, p. 43-55.

POWER M., 2021, « Modelling the Micro-Foundations of the Audit Society: Organizations and the Logic of the Audit Trail », *Academy of Management Review*, *46*, 1, p. 6-32.

PUYOU F.-R., QUATTRONE P., 2018, « The Visual and Material Dimensions of Legitimacy: Accounting and the Search for *Socie-ties* », *Organization Studies*, *39*, 5-6, p. 721-746.

QUATTRONE P., 2017, « Embracing ambiguity in management controls and decision-making processes: On how to design data visualisations to prompt wise judgement », *Accounting and Business Research*, *47*, 5, p. 588-612.

QUINN S., 2008, « The transformation of morals in markets: Death, benefits, and the exchange of life insurance policies », *American Journal of Sociology*, *114*, 3, p. 738-780.

RAO H., MONIN P., DURAND R., 2003, « Institutional Change in Toque Ville: Nouvelle Cuisine as an Identity Movement in French Gastronomy », *American Journal of Sociology*, *108*, 4, p. 795-843.

REINECKE J., BOMMEL K. VAN, SPICER A., 2017, « When Orders of Worth Clash: Negotiating Legitimacy in Situations of Moral Multiplexity », dans CLOUTIER C., GOND J.-P., LECA B. (dirs.), *Research in the Sociology of Organizations*, Emerald Publishing Limited, p. 33-72.

REINECKE J., MANNING S., VON HAGEN O., 2012, « The Emergence of a Standards Market: Multiplicity of Sustainability Standards in the Global Coffee Industry », *Organization Studies*, *33*, 5-6, p. 791-814.

REVELLI C., VIVIANI J., 2015, « Financial performance of socially responsible investing (SRI): what have we learned? A meta-analysis », *Business Ethics: A European Review*, *24*, 2, p. 158-185.

ROBSON K., 1992, « Accounting numbers as "inscription": Action at a distance and the development of accounting », *Accounting, Organizations and Society*, *17*, 7, p. 685-708.

RONZANI M., GATZWEILER M.K., 2022, « The lure of the visual: Multimodality, simplification, and performance measurement visualizations in a megaproject », *Accounting, Organizations and Society*, *97*, p. 101296.

ROSE N., 1999, *Powers of Freedom: Reframing Political Thought*, Cambridge, Cambridge University Press.

ROUNDY P., HOLZHAUER H., DAI Y., 2017, « Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors », *Social Responsibility Journal*, *13*, 3, p. 491-512.

SAMIOLO R., 2012, « Commensuration and styles of reasoning: Venice, cost–benefit, and the defence of place », *Accounting, Organizations and Society*, *37*, 6, p. 382-402.

SANDBERG J., JURAVLE C., HEDESSTRÖM T.M., HAMILTON I., 2009, « The Heterogeneity of Socially Responsible Investment », *Journal of Business Ethics*, *87*, 4, p. 519-533.

SAYER A., 2000, « Moral Economy and Political Economy », *Studies in Political Economy*, *61*, 1, p. 79-103.

SCHILLER-MERKENS, S., BALSIGER, P. (dirs.), 2019, *The contested moralities of markets*, First edition, Bingley, UK, Emerald Publishing Limited (Research in the sociology of organizations), 218 p.

SERVET J.-M., 2006, *Banquiers aux pieds nus: la microfinance*, Paris, Odile Jacob, 511 p.

SHORE C., WRIGHT S., 1999, « Audit Culture and Anthropology: Neo-Liberalism in British Higher Education », *The Journal of the Royal Anthropological Institute*, *5*, 4, p. 557-575.

SIKAVICA K., POZNER J.-E., 2013, « Paradise Sold: Resource Partitioning and the Organic Movement in the US Farming Industry », *Organization Studies*, *34*, 5-6, p. 623-651.

SMITH A., 2009, *Recherches sur la nature et les causes de la richesse des nations*, Paris, Flammarion.

SNOW D.A., ROCHFORD E.B., WORDEN S.K., BENFORD R.D., 1986, « Frame Alignment Processes, Micromobilization, and Movement Participation », *American Sociological Review*, *51*, 4, p. 464.

SOULE S.A., 2009, *Contention and corporate social responsibility*, New York, Cambridge University Press (Cambridge studies in contentious politics), 192 p.

SPARKES R., COWTON C.J., 2004, « The Maturing of Socially Responsible Investment: A Review of the Developing Link with Corporate Social Responsibility », *Journal of Business Ethics*, *52*, 1, p. 45-57.

SPENCE M., 1973, « Job Market Signaling », *The Quarterly Journal of Economics*, *87*, 3, p. 355.

SPICER J., KAY T., GANZ M., 2019, « Social entrepreneurship as field encroachment: how a neoliberal social movement constructed a new field », *Socio-Economic Review*, *17*, 1, p. 195-227.

STANZIANI A., 2005, *Histoire de la qualité alimentaire: XIXe-XXe siècle*, Paris, Seuil (Collection Liber), 440 p.

STARK D., 2011, *The sense of dissonance: Accounts of worth in economic life*, Princeton University Press.

STEHR N., 2008, « The Moralization of the Markets in Europe », *Global Society*, *45*, 1, p. 62-67.

STEINER P., 2005, « Le marché selon la sociologie économique », *Revue européenne des sciences sociales*, XLIII-132, p. 31-64.

STEINER, P., TRESPEUCH, M. (dirs.), 2015, *Marchés contestés. Quand le marché rencontre la morale*, Toulouse, Presses universitaires du Mirail.

SUCKERT L., 2019, « Playing the Double Game: How Ecopreneurs Cope with Opposing Field Logics in Moralized Markets », dans SCHILLER-MERKENS S., BALSIGER P. (dirs.), *Research in the Sociology of Organizations*, Emerald Publishing Limited, p. 107-126.

SUDDABY R., BRUTON G.D., WALSH J.P., 2018, « What We Talk About When We Talk About Inequality: An Introduction to the *Journal of Management Studies* Special Issue: What We Talk About When We Talk About Inequality », *Journal of Management Studies*, *55*, 3, p. 381-393.

TAFFLER R.J., SPENCE C., ESHRAGHI A., 2017, « Emotional economic man: Calculation and anxiety in fund management », *Accounting, Organizations and Society*, *61*, p. 53-67.

TEKULA R., ANDERSEN K., 2019, « The Role of Government, Nonprofit, and Private Facilitation of the Impact Investing Marketplace », *Public Performance & Management Review*, *42*, 1, p. 142-161.

TERZI C., 2005, *« Qu'avez-vous fait de l'argent des juifs ? » : problématisation et publicisation de la question « des fonds juifs et de l'or nazi » par la presse suisse, 1995-1998*, Thèse de doctorat, Fribourg, Université de Fribourg.

THEURILLAT T., CREVOISIER O., SALOMON V., 2017, « Finance de marché et fonds d'investissement durables : la coupure au territoire », *Géographie, économie, société*, *19*, 4, p. 537-560.

THÉVENOT L., 2006, « Convention school », *International encyclopedia of economic sociology*, p. 111-115.

THOMAS R.J., 1993, « Interviewing Important People In Big Companies », *Journal of Contemporary Ethnography*, *22*, 1, p. 80-96.

TOMÁS L., BIDET O., 2023, « Conducting qualitative interviews via VoIP technologies: reflections on rapport, technology, digital exclusion, and ethics », *International Journal of Social Research Methodology*, p. 1-13.

TOPALOV, C., BACIOCCHI, S. (dirs.), 2019, *Philanthropes en 1900: Londres, New York, Paris, Genève*, Ivry-sur-Seine, Créaphiséditions (Collection Lieux habités), 678 p.

TREGENNA F., 2009, « The fat years: the structure and profitability of the US banking sector in the pre-crisis period », *Cambridge Journal of Economics*, *33*, 4, p. 609-632.

TSOTSOTSO K., 2021, « Is Programme Evaluation the Same as Social Impact Measurement? », *Journal of Social Entrepreneurship*, *12*, 2, p. 155-174.

UZZI B., 1996, « The Sources and Consequences of Embeddedness for the Economic Performance of Organizations: The Network Effect », *American Sociological Review*, *61*, 4, p. 674.

VAN DER PLOEG F., REZAI A., 2020, « Stranded Assets in the Transition to a Carbon-Free Economy », *Annual Review of Resource Economics*, *12*, 1, p. 281-298.

VATIN F., 2013, *Évaluer et valoriser : une sociologie économique de la mesure*, Toulouse, Presses universitaires du Mirail, 352 p.

VOLLMER H., 2003, « Bookkeeping, accounting, calculative practice : the sociological suspense of calculation », *Critical Perspectives on Accounting*, *14*, 3, p. 353-381.

WAEGER D., MENA S., 2019, « Activists as Moral Entrepreneurs: How Shareholder Activists Brought Active Ownership To Switzerland », dans SCHILLER-MERKENS S., BALSIGER P. (dirs.), *Research in the Sociology of Organizations*, Emerald Publishing Limited, p. 167-185.

WEBER M., 1964, *L'Éthique protestante et l'esprit du capitalisme*, Paris, Plon.

WEBER M., 1978, *Economy and society: an outline of interpretive sociology*, Berkeley, University of California Press, 2 p.

WEBER M., 1992, *Essais sur la théorie de la science*, Paris, Presses pocket (Agora).

WEEREN M. VAN, 2021, *Transformer le monde ou se transformer : Production de la performance ESG et production identitaire dans le champ de l'analyse extra-financière*, phdthesis, Université Paris sciences et lettres.

WITTORSKI R., 2008, « La professionnalisation », *Savoirs*, *17*, 2, p. 9-36.

YORK J.G., HARGRAVE T.J., PACHECO D.F., 2016, « Converging Winds: Logic Hybridization in the Colorado Wind Energy Field », *Academy of Management Journal*, *59*, 2, p. 579-610.

ZALEWSKI D.A., WHALEN C.J., 2010, « Financialization and Income Inequality: A Post Keynesian Institutionalist Analysis », *Journal of Economic Issues*, *44*, 3, p. 757-777.

ZELIZER V.A.R., 2011, *Economic Lives. How Culture Shapes the Economy*, Princeton/Oxford, Princeton University Press.

ZELIZER V.A.R., 1978, « Human Values and the Market: The Case of Life Insurance and Death in 19th-Century America », *American Journal of Sociology*, *84*, 3, p. 591-610.

ZELIZER V.A.R., 1994, *Pricing the priceless child: the changing social value of children*, Princeton, N.J, Princeton University Press, 277 p.

ZIOLO M., FIDANOSKI F., SIMEONOVSKI K., FILIPOVSKI V., JOVANOVSKA K., 2017, « Sustainable Finance Role in Creating Conditions for Sustainable Economic Growth and Development », dans LEAL FILHO W., POCIOVALISTEANU D.-M., AL-AMIN A.Q. (dirs.), *Sustainable Economic Development: Green Economy and Green Growth*, Cham, Springer International Publishing, p. 187-211.

ZUCKER L.G., 1977, « The Role of Institutionalization in Cultural Persistence », *American Sociological Review*, *42*, 5, p. 726.