

DOI : 10.35662/unine-thesis-3127

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
Chapitre 1

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)

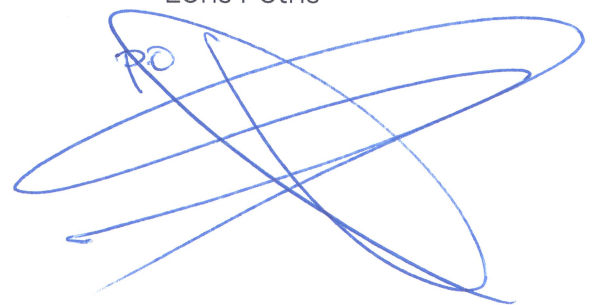
IMPRIMATUR

La Faculté des lettres et sciences humaines de l'Université de Neuchâtel, sur les rapports de M. Philip Balsiger, co-directeur de thèse, professeur, Université de Neuchâtel ; Mme Sophie Dubuisson-Quellier, co-directrice de thèse, directrice de recherche CNRS, CSO – Sciences Po Paris ; M. Felix Bühlmann, professeur associé, Université de Lausanne ; Mme Ève Chiapello, directrice d'études, EHESS, Paris ; Mme Ellen Hertz, professeure émérite, Université de Neuchâtel ; Mme Élise Penalva-Ilcher, professeure des universités, IRISSO – Université Paris-Dauphine (PLS) autorise l'impression de la thèse présentée par M. Noé Kabouche en laissant à l'auteur la responsabilité des opinions énoncées.

Neuchâtel, le 26 septembre 2024

Le doyen

Loris Petris

A handwritten signature in blue ink, consisting of several overlapping loops and lines, positioned below the printed name of the dean.

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 Péglise, 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	15
REVUE DE LA LITTÉRATURE	25
I. <i>Moralisation et marchés</i>	25
La sociologie économique : des valuation studies à la question des frontières des marchés ...	28
Les social movement studies : l'étude des interactions entre marché et entrepreneurs de morale	29
Les organization studies : moralisation des marchés et formes organisationnelles	31
Conclusion : moralisation des marchés, endogénéité et exogénéité	33
II. <i>Finance et marchés moraux</i>	38
III. <i>Le cas de l'impact investing</i>	43
IV. <i>Questions de recherche et angles d'analyse</i>	51
L'ENQUETE	53
I. <i>Le cas : l'impact investing à Genève</i>	53
II. <i>Processus d'enquête</i>	55
III. <i>Rapport au terrain et difficultés rencontrées</i>	57
Accès aux entretiens	57
Position de l'enquêteur et déroulement des interactions	58
IV. <i>Collecte, traitement et analyse des données</i>	60
V. <i>Arguments et organisation de la thèse</i>	63
 PARTIE EMPIRIQUE	 65
CHAPITRE 1 — L'ÉMERGENCE ET LA CONSTITUTION DU CHAMP DE L'IMPACT INVESTING GENEVOIS ET LA CENTRALITÉ DE SES MÉCANISMES ENDOGENES	67
I. <i>Propos introductif : cadrage théorique du chapitre 1 et focale de l'analyse</i>	67
Le « champ » : la portée explicative d'un concept protéiforme	68
Bourdieu et les champs, une approche insuffisamment située et dynamique pour notre cas..	70
Le néo-institutionnalisme et le risque d'une conception trop restreinte de l'action sociale.....	71
Les vertus de la théorie des champs de Fligstein & McAdam, et ses angles morts.....	73
II. <i>La place financière genevoise et l'émergence de la microfinance commerciale</i>	78
a. <i>La finance genevoise et ses banques privées, prémisses de la microfinance commerciale</i>	79
i. <i>Les structures du système bancaire suisse : entre local et global</i>	81
ii. <i>Les banques privées : entre tradition, longévité, confiance et désintéressement</i>	83
iii. <i>Les banques privées et la finance genevoise : des élites bancaires ancrées et des réseaux familiaux endogènes</i>	87
b. <i>Les débuts de la finance durable : la microfinance, racine de l'impact investing à Genève</i>	93
i. <i>De la microfinance à la microfinance commerciale</i>	94
ii. <i>La microfinance commerciale et son implantation genevoise</i>	96
1. <i>De l'hybridation des champs à l'importance des mécanismes endogènes</i>	97
2. <i>Le rôle pivot des skilled social actors dans l'émergence de la microfinance genevoise</i>	100
Philip Schneider et la CNUCED : du monde du développement au sein du noyau dur de la finance genevoise	101
L'intégration de la microfinance dans la finance genevoise : le rôle déterminant des acteurs financiers	108
3. <i>Les banques privées et réseaux traditionnels de la place financière genevoise : les bases de la structuration endogène de la microfinance</i>	112
Les banques privées et leurs ressources : conditions initiales de l'émergence de Green Lotus	113
Des institutions aux individus.....	118
4. <i>De Green Lotus à la constitution d'un proto-champ ? Entre expansion et préservation de l'endogénéité</i>	122
iii. <i>Bilan de l'implantation de la microfinance commerciale à Genève : une émergence menée par les incumbents</i>	126
1. <i>Gommer son extériorité</i>	128

2.	Les mécanismes de « tuilage ».....	130
	Un tuilage au niveau des organisations.....	131
	Un tuilage au niveau individuel.....	133
III.	<i>L'émergence d'un champ de l'impact investing à Genève.....</i>	<i>135</i>
a.	De la microfinance à l'impact investing.....	135
i.	Les crises de légitimité de la (micro)finance.....	136
	La crise financière de 2008 et la nécessité de « s'adapter ».....	136
	La crise de la microfinance, le retour de flammes de l'inclusion financière.....	137
i.	La réaction aux chocs exogènes : « comment un nom s'impose ».....	141
ii.	Les mécanismes structurels et endogènes de la transition.....	144
1.	Une relabellisation commerciale, fruit de l'endogénéité du champ financier genevois.....	144
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.....	147
	Lime, le rejeton involontaire de Green Lotus.....	147
	Transform : après l'inventaire de la microfinance commerciale, l'appel du changement.....	150
	Regenae, la rupture « militante » ou un énième incumbent ?.....	155
b.	Conséquences : de l'élargissement du <i>field frame</i> , à la diversification du champ.....	156
i.	De nouveaux acteurs et de nouvelles interprétations du concept.....	158
	Élargissement du <i>field frame</i> et nouveaux arrivants.....	158
	La manipulation aisée d'un <i>frame</i> élargi.....	162
ii.	Interdépendances, coopération et maintien de l'endogénéité.....	166
IV.	<i>Conclusion : la stabilisation du champ et de son endogénéité.....</i>	<i>170</i>
	Une endogénéité financière entretenue par des acteurs non-praticiens ? L'exemple de Sustainable Finance Geneva et de l'ONU.....	171
	Des mécanismes stabilisant le champ et son endogénéité.....	176
CHAPITRE 2	— DES PRATIQUES AUX MORALITES.....	179
I.	<i>Introduction.....</i>	<i>179</i>
II.	<i>De la structuration endogène du champ à ses conventions de qualité.....</i>	<i>183</i>
a.	Un espace des pratiques diversifié.....	184
	Le pôle « microfinance » : entre pratiques financières classiques et les thèmes du développement.....	187
	Le pôle « marchés émergents » : l'héritier de la microfinance.....	189
	Le pôle environnemental : nouveaux enjeux et nouvelles pratiques.....	192
	Le pôle mainstream et la « dilution » de l'impact.....	195
	Conclusion : à Genève, un espace des pratiques diversifié mais fluide.....	201
b.	D'un espace des pratiques hétérogène et fluide à des moralités variables.....	204
i.	Cadrage moral et objectifs des investissements : des rapports variés aux bénéficiaires, mais une même croyance dans l'efficacité du marché.....	207
	Microfinance et marchés émergents : venir en aide aux populations défavorisées.....	207
	L'impact investing « environnemental » : régénération, circularité, et harmonie.....	210
	L'impact investing mainstream : l'impact de l'investisseur ?.....	212
	Expliquer la diversité des moralités idiosyncrasiques.....	214
ii.	Privé ou listé ? Les fractures morales entre les classes d'actifs.....	216
	Privé vs listé — Rendement, risque, impact : des philosophies d'investissement différentes.....	217
	Le temps court, le temps long : deux approches de l'engagement par l'impact investing.....	220
	Qui financer ? L'enjeu du statut des entreprises bénéficiaires.....	223
	Des fractures, mais une faible volonté de prescription.....	224
iii.	Conclusion : d'une variété de conventions de qualité, aux raisons de son maintien.....	225
III.	<i>La mesure des impacts, infrastructure des moralités variables et des conventions de qualité.....</i>	<i>232</i>
a.	La mesure d'impact, enjeu constitutif et distinctif du mouvement de l'impact investing.....	233
b.	La mesure d'impact à Genève : une diversité d'approches correspondant à la diversité de l'espace des pratiques.....	237
c.	Une diversité permise par un cadre réglementaire peu contraignant.....	240
d.	De la diversité des conceptions de l'impact et de son objectivation par la mesure, à la distribution des moralités.....	244
	Les racines techniques de la diversité de la mesure d'impact : la mesure comme processus comptable.....	246
i.	La difficulté de l'action à distance et la qualité des données de premier ordre récoltées.....	250

Avant l'investissement, des pré-évaluations complexes aux méthodes et objectifs variables	254
Le monitoring.....	262
ii. Les mesures de second ordre et la délimitation de l'objet « impact ».....	267
La diversité des mesures de second ordre.....	268
Le concept d'impact : un désalignement entre promesses et mises en œuvre ?.....	283
iii. Le <i>reporting</i> auprès des investisseurs : prouver un impact mis en calcul de manière flottante	292
Reporter l'impact, pour qui ?	293
Reporter, raconter, ou divertir ?	295
e. Une mise en calcul permissive au service d'une variété de conventions de qualité.....	302
IV. <i>Conclusion</i>	304
CHAPITRE 3 — DU MARCHE MORALISE A LA MORALITE DE SES PARTICIPANTS.....	307
I. <i>Introduction</i>	307
II. <i>L'impact investing à Genève, un champ mixte ou des trajectoires individuellement mixtes ?.....</i>	<i>308</i>
a. Du discours sur la « <i>croisée des mondes</i> » à des parcours composites.....	308
b. Approche mixte.....	311
Méthodologie de la base de données	312
c. Des parcours financiers parsemés d'expériences extra-financières ?	324
Statistiques descriptives univariées.....	324
Analyse factorielle.....	329
Statistiques descriptives bivariées.....	338
Conclusion : des parcours divers mais un cadrage orthodoxe.....	341
III. <i>Parcours et dispositions individuels : de l'acquisition d'un « éthos pondérateur » à une moralité individuelle dépolitisée.....</i>	<i>343</i>
a. Les socialisations douces des « professionnels de la vertu » : la finance orthodoxe comme substrat.....	344
La socialisation scolaire : découvrir l'impact investing à Wharton ou à l'ESCP.....	346
Les aléas de l'expérience professionnelle : la finance vertueuse à BNP Paribas et UBS	348
L'expérience d'une réalisation : de l'épiphanie du voyage humanitaire aux désillusions du métier.....	349
Un éthos pondérateur inversé ? Quelques profils hétérodoxes qui ont migré vers la finance.....	351
b. De l'éthos pondérateur aux moralités marchandes dépolitisées.....	352
Les structures d'une moralité dépolitisée.....	353
Conclusion : de la moralité dépolitisée aux moralités fragmentées et permissives de l'espace des pratiques	358
IV. <i>Quelle variété des profils pour quelle variété des pratiques dans le champ ? Les dynamiques d'un marché moralisé.....</i>	<i>361</i>
a. Les dynamiques observables sur le plan factoriel : un pôle ONG qui semble se détacher, mais des profils peu différenciés.....	362
b. Le rôle des dynamiques temporelles et de la professionnalisation du champ	364
Des profils uniformément orthodoxes, résultat d'un processus de professionnalisation	364
La professionnalisation et ses implications stratégiques différenciées.....	367
V. <i>Conclusion</i>	372
CONCLUSION.....	375
Identifier les mécanismes mésosociaux de la moralisation d'un marché	377
Explorer la dimension endogène d'une moralisation marchande.....	378
Déplier les conditions et modalités d'une moralisation marchande à dominante endogène	378
Analyser systématiquement un phénomène de moralisation marchande interne	381
Limites et futures recherches possibles.....	383
Conséquences : discuter le rôle et les structures autonomes des marchés moraux de la finance.....	384
ANNEXES.....	389
Annexe 1 : tableau des interviewés.....	389
Annexe 2 : aide-mémoire sur les huit organisations du cas d'étude.....	391

Annexe 3 : statistiques descriptives générales.....	396
Annexe 4 : ACM avec imputation des valeurs manquantes pour EDU_FINANCE.....	397
Annexe 5 : contributions des modalités (%) aux axes de l'ACM	398
Annexe 6 : tris croisés supplémentaires.....	399

BIBLIOGRAPHIE	401
----------------------------	------------

Sommaire des figures

Figure 1 — Liens familiaux des associés Pictet, issu de : Mach et Araujo, 2018, p. 50-51	91
Figure 2 — La croissance numérique de l'industrie de la microfinance, issu de : Mader, 2015, p. 57	95
Figure 3 — Extraits de la vidéo « Good News », 1996	105
Figure 4 — Liens économiques et institutionnels de Green Lotus	117
Figure 5 — Conséquences systémiques de la crise de la microfinance à Andhra Pradesh (Breza et Kinnan, 2021, fig. 2)	140
Figure 6 — Cartographie des acteurs économiques en "finance durable", site web de Sustainable Finance Geneva	164
Figure 7 — Tableau qui nous a été envoyé par la direction de Steelax pour résumer les objectifs initiaux de l'entreprise	190
Figure 8 — Extrait du rapport trimestriel d'un fonds de Transform	190
Figure 9 — Extraits du flyer de Transform destiné aux potentiels bénéficiaires d'investissements	191
Figure 10 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (1/2)	193
Figure 11 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (2/2)	194
Figure 12 — Présentation d'une entreprise bénéficiaire des investissements conduits par Steelax, site web, 2023	195
Figure 13 — Extrait d'un rapport d'Harmony et du Secrétariat suisse des affaires économiques (SECO), 2019	197
Figure 14 — Extrait du rapport semi-annuel d'un fonds d'Hecate, présentant une partie des entreprises investies	199
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	200
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	201
Figure 17 — Indicateur de risque d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la factsheet officielle	219
Figure 18 — Structure d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la factsheet officielle	220
Figure 19 — Caractéristiques d'un fonds de Steelax, site web de Steelax	221
Figure 20 — Extrait du document « Core Characteristics of Impact Investing », GIIN	235
Figure 21 — Extrait du rapport d'impact 2017 de Lime	238
Figure 22 — Extrait du rapport d'impact 2019-2020 de Green Lotus, focus sur les impacts environnementaux	239
Figure 23 — Extrait du rapport d'impact 2021 d'Hecate, focus sur un fonds de public equity	240
Figure 24 — L'action à distance, par les inscriptions, des asset managers sur les pratiques de leurs investies établit des territoires de comptabilité d'impact. Schéma inspiré de Latour (2015) et Robson (1992)	252
Figure 25 — Exemple : déroulement-type du processus d'investissement chez Steelax, issu d'un document présentant l'impact framework de l'entreprise, 2022	253
Figure 26 — Théorie du changement de Regenae, issu d'un rapport d'impact de l'entreprise, 2020	255
Figure 27 — Exemple de données collectées par Harmony auprès d'un potentiel investiee en phase de due-diligence	260
Figure 28 — Exemple d'un score de social responsibility attribué par Harmony à un potentiel investiee en phase de due diligence	261
Figure 29 — Schéma du processus d'investissement chez Hecate, issu du site web de l'entreprise	262
Figure 30 — Extrait d'un rapport d'Harmony sur la méthodologie de mesure des impacts, 2017	265
Figure 31 — Exemples de mesures d'outreach/output produites par des asset managers genevois, issues de sites web (en haut, Omnis ; en bas, Steelax)	270
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).	270
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	272
Figure 34 — Exemple d'un scoring d'impact d'un investiee de Regenae, issu d'un rapport d'impact, 2020	273
Figure 35 — Figures issues du disclosure statement de Steelax sur sa mesure d'impact et d'un rapport d'impact, 2022	274
Figure 36 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019	275
Figure 37 — Figure issue d'un rapport d'impact d'un fonds d'Hecate, 2021	276
Figure 38 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019	279
Figure 39 — Les 17 SDGs	279
Figure 40 — Principes de l'IFC (Operating principles for impact management—OPIM)	282
Figure 41 — Différences entre input, output, outcome et impact, issu de slides fournies par Gérard Boyer	284
Figure 42 — Visuel issu de la déclaration OPIM de Green Lotus, 2021	286
Figure 43 — Extrait du rapport d'impact d'Harmony, 2021	289
Figure 44 — Données d'impact d'un fonds d'Hecate, issu d'un rapport mensuel de fonds, 2023	296
Figure 45 — Exemple de visuels tirés de rapports d'impact (Regenae, Harmony, Green Lotus)	298
Figure 46 — Extrait d'un rapport d'impact de Steelax, 2022	299
Figure 47 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (1/2)	299
Figure 48 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (2/2)	300
Figure 49 — Résumé de l'argument	310
Figure 50 — Domination des parcours orthodoxes	326

Figure 51 — Présence de composantes hétérodoxes dans les parcours	328
Figure 52 — Valeurs propres et inertie cumulée, axes 1 à 6	330
Figure 53 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives	331
Figure 54 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, observations	336
Figure 55 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives et supplémentaires	337
Figure 56 — Résumé de l'argument, complété	360
Figure 57 — ACM, représentation graphique, axes 1 et 2, modalités actives et supplémentaires, avec organisations	363
Figure 58 — Logique de l'argument général de la thèse	383

Sommaire des tableaux

Tableau 1 — Observer les moralités au prisme des conventions de qualité. Tableau inspiré par Chiapello et Knoll (2020b)	182
Tableau 2 — Affinité des entreprises avec chacun des pôles identifiés	202
Tableau 3 — Identification des conventions de qualité	226
Tableau 4 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent	232
Tableau 5 — Des pôles de pratiques ancrés dans des approches comptables qui leur sont propres	303
Tableau 6 — Conventions de qualité, tableau complété	304
Tableau 7 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent. Complété après analyse des comptabilités d'impact	305
Tableau 8 — Contribution des modalités (%), axes 1 et 2, emphase ajoutée sur les valeurs élevées	332
Tableaux 9 — Existence de profils ultra-orthodoxes	340
Tableaux 10 — Un passage obligatoire par la finance conventionnelle ?	341

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 français³) 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 GIIN⁴)

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 impacts⁵. 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 préférons 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 mondiale⁷, pour un montant d'actifs sous gestion évalué en 2022 par le GIIN à 1,164 trillions de dollars, soit un milliard de milliards⁸. 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 2022⁹. 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 pratique¹¹. 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.

⁸ "Investing for Impact", IFC, 2020

⁹ GIINsight 2022, GIIN, 2022, p. 1.

¹⁰ GIINsight 2023, Volume 2, GIIN, 2023, p. 3.

¹¹ *Ibid*, p. 8.

¹¹ Nous revenons dans les parties empiriques de la thèse sur l'enjeu 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 transition¹². 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 « *prosperer, 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 acteurs¹⁶—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 « *prosperer et faire le bien* », mais simplement « *prosperer* ». 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 investisseurs¹⁷ (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 adéquats 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 résumait 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 commençons 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 permet 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 collaboratifs¹⁸ (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^e 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 acceptations 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 ESG¹⁹ 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^e 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 consommateurs²¹. 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 acteurs²² 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, Holzhauser 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 initiale²³. 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 pratique²⁵, 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, Holzhauser 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 Dagers 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 conceptions 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, vennie 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 montrent²⁷ 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 fondations²⁸, 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'accent 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'expliquons 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 pourrions 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 argent³⁰. 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 GIIN³¹, 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 Week³², 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 débiter 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 faisons 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 conséquent 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 avons pu nous poser auparavant : est-ce 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'entretien³³, 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 terrain³⁴, 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 exceptions³⁶. 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 avons 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 exposons 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 donnés³⁷. 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^e 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 champ³⁸, 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 anglais⁴⁰, 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'actifs⁴¹ (*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 prémises 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^e et XX^e 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^e siècle, résultant de la situation avantageuse de la Suisse⁴² à la sortie des deux conflits mondiaux et de la mobilité croissante des capitaux, faisant du pays un centre financier international très attractif⁴³ (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 Zurich⁴⁴. 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 pays⁴⁵. 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 brut⁴⁷ 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 parler⁴⁸, 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^e 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 tournant 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, 1991⁴⁹), 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 appuyerons principalement sur les travaux d'Araujo⁵⁰, 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^e 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 part⁵². Les « grandes banques », ayant émergé au cours du XIX^e et XX^e siècles, constituent une catégorie à la fois petite et massive : elle est constituée d'un nombre d'institutions extrêmement réduit⁵³, 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 UHNWI⁵⁴). 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 désigner 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 privées⁵⁵ 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 décliné progressivement pour atteindre aujourd'hui moins d'une dizaine⁵⁶. 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 privés 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 Suisse⁵⁷ connaissent à Zurich un important succès dès le milieu du XIX^e siècle. Le modèle de la banque privée est donc caractéristique de la ville de Genève⁵⁸, 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^e et XX^e 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 engagés dans des opérations 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 Pictet⁵⁹, pour illustrer l'impressionnante longévité du contrôle intra-familial de ce type de d'institutions. Depuis la fin du XX^e 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^e siècle, la banque change de mains : elle passe sous le contrôle des Pictet⁶⁰ 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 anonymisés.

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)

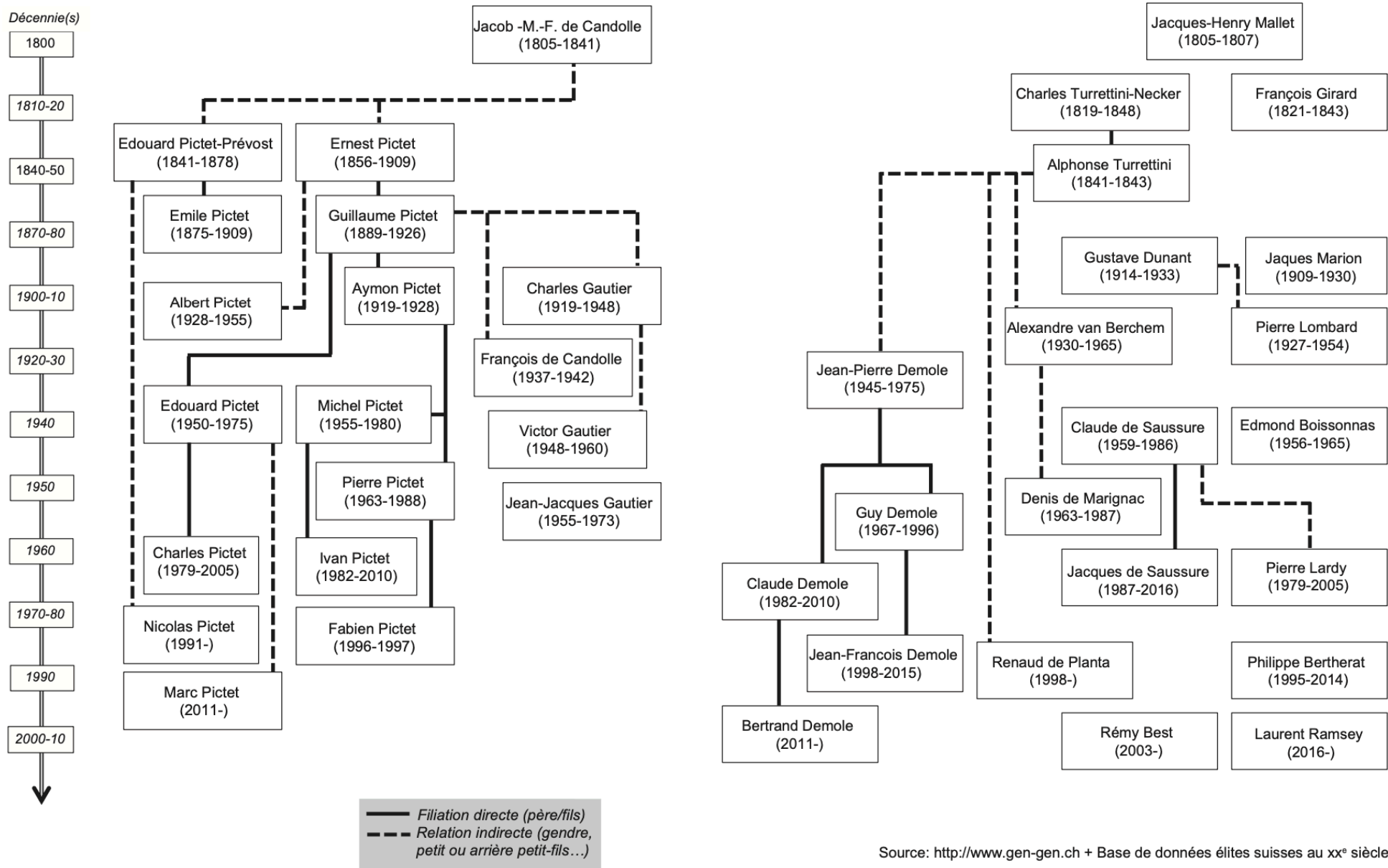


Figure 1 — Liens familiaux des associés Pictet, issu de : Mach et Aranjó, 2018, p. 50-51

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 XIX^e 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^e et XXI^e 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^e et XX^e 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^e 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 monde⁶¹, 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 ville⁶⁴, 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 FAC⁶⁵, 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 (*encroachment*) 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 (SSA⁶⁷) 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-coordonateur 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-coordonateur 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-coordonateur 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 Rafad⁶⁸, que Philip Schneider peut alors poursuivre cette mise en marché :

« Et puis j'étais invité [...] à Genève place financière⁶⁹ 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-coordonateur 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-coordonateur 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-coordonateur à la CNUCED)



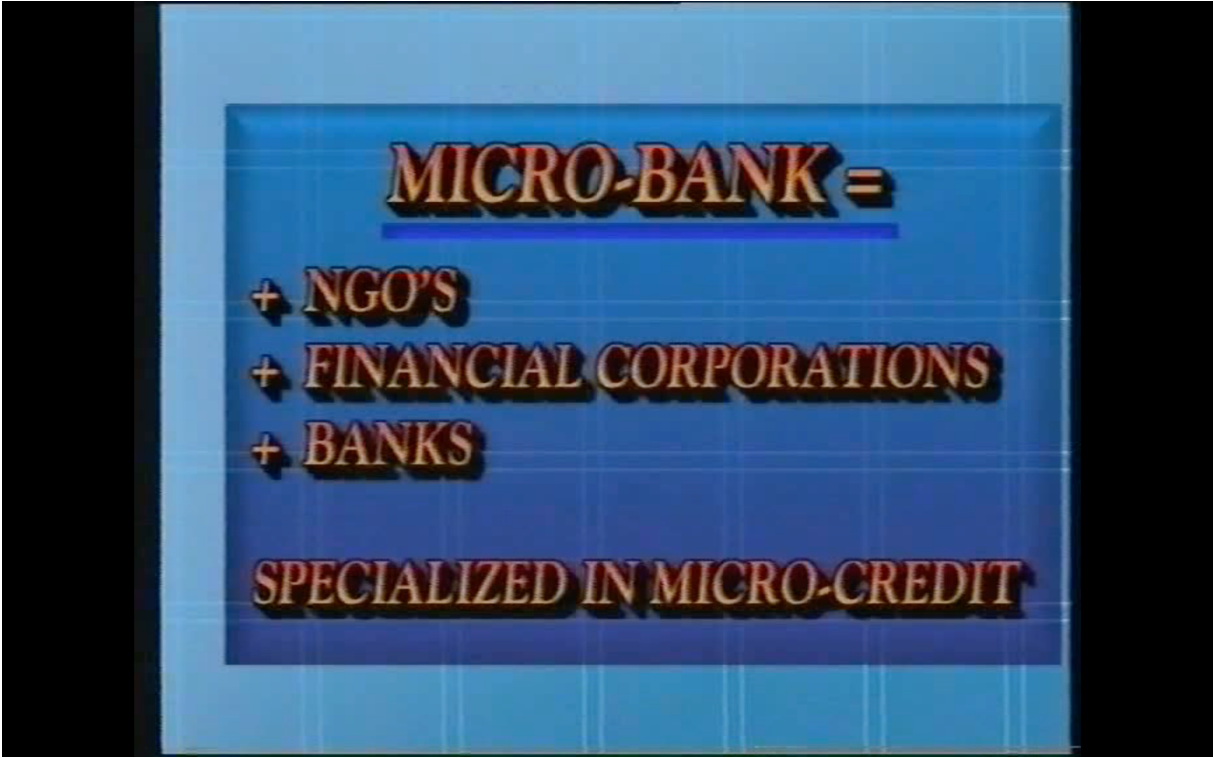


Figure 3 — Extraits de la vidéo « Good News », 1996

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 Lotus⁷⁰, 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-coordonateur 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 pivots⁷¹ 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 Leblanc⁷² :

« 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 catalyseur⁷³, 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-coordonateur 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 directement⁷⁴—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^e 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 Leblanc⁷⁵ 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-coordonateur 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-coordonateur 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—cadre 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'automatisation], 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^e 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 & Cie⁷⁶. 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.

Deschamps⁷⁷. 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'UBP⁷⁸ (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^e 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.

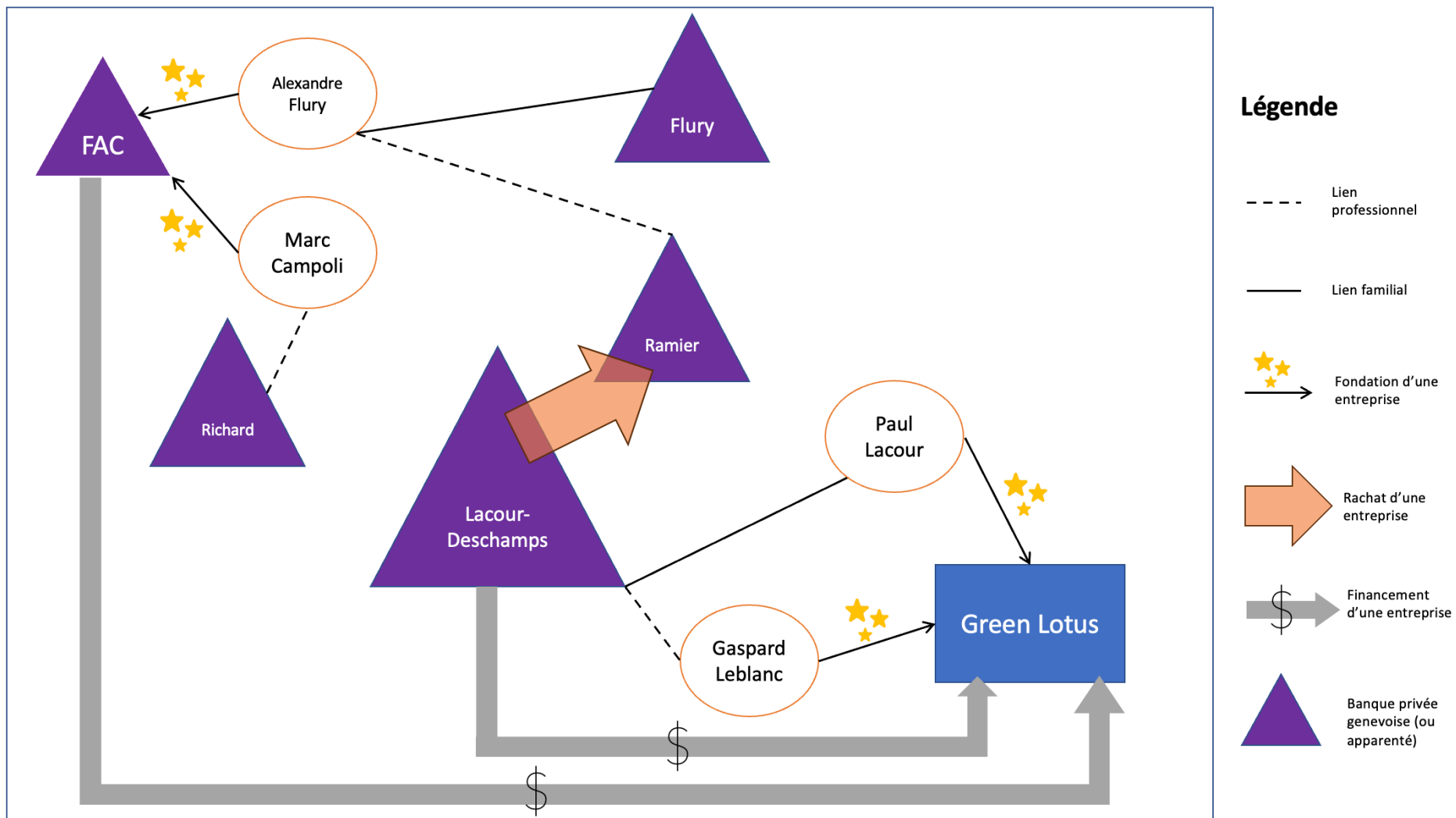


Figure 4 — Liens économiques et institutionnels de Green Lotus

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 des dites 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 francs⁷⁹. » (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 boîtes 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 essayer 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 famille⁸⁰, 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, le cadre de l'entrepreneuriat institutionnel offre une approche susceptible de compléter celle de Fligstein et McAdam, en remplaçant 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 Escalié⁸¹. 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 fonds⁸² 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 genevoise⁸³.

En somme, ces premiers moments de l'évolution de la microfinance à Genève donnent ainsi à voir un développement très concentré autour 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 finance⁸⁴. 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 microfinance⁸⁵ 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-coordonateur 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-coordonateur 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 avons 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 étudiés⁸⁷, 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 avons 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 gommement 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 durable⁸⁸. Ce narratif est très présent dans les discours officiels, par exemple dans ce document de communication de SFG⁸⁹ (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 integrity 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 complètement... 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 microfinance⁹⁰. 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 décredibilisation, 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 « *excess* ». 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).

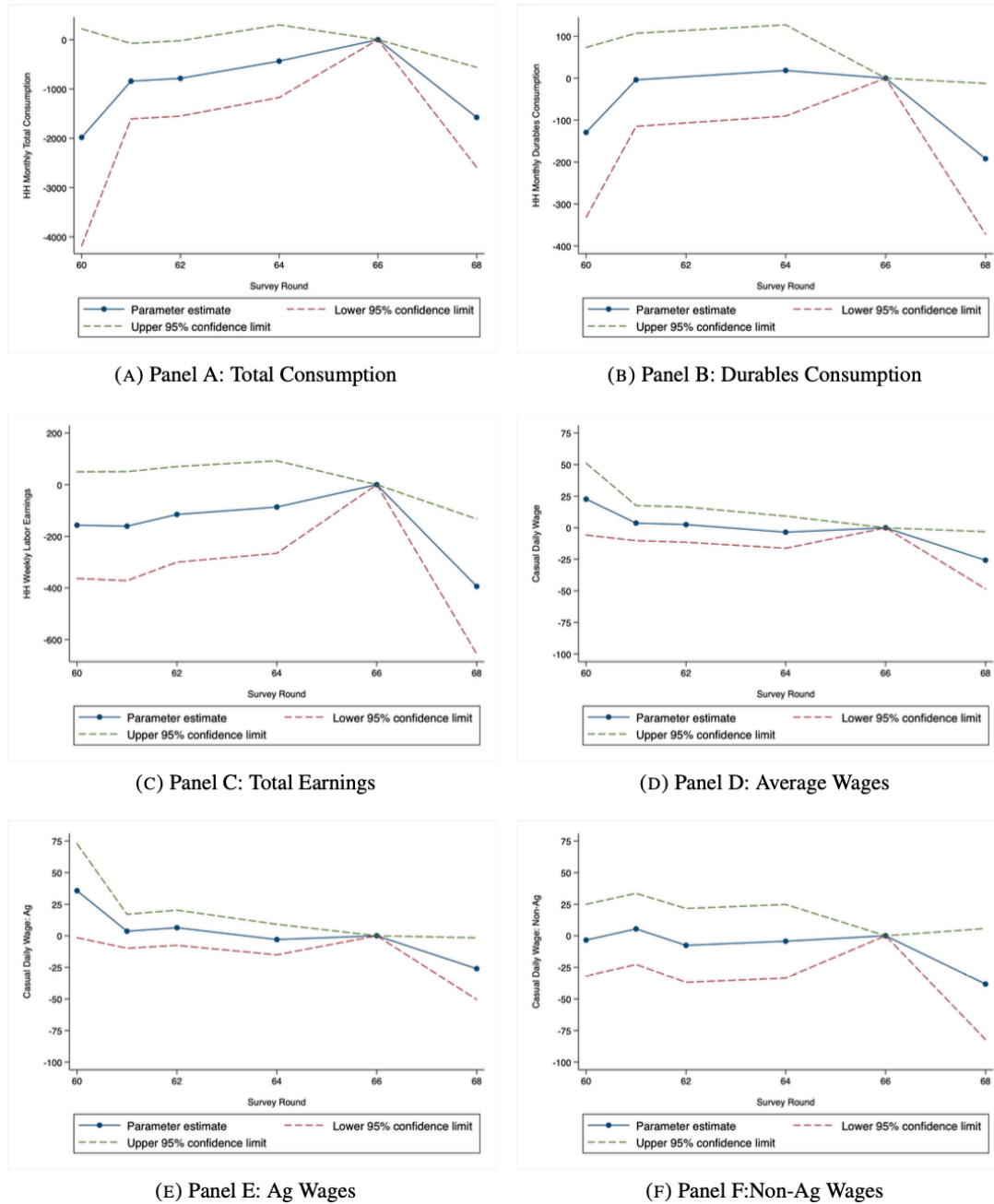


FIGURE 2. Pretrends: Continuous Exposure Measure.

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 SDGs⁹³ 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 SARL⁹⁶ 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-continent—vous avez pas les moyens d'avoir les bonnes équipes, vous devez gérer tout le temps des crises parce que les boîtes 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, Solidas⁹⁸ 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 boîtes 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 essayer 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 boîte 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 place⁹⁹ 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 2008¹⁰⁰. 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 Williams¹⁰¹. 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 Grütli¹⁰², 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 SA¹⁰³ ; 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 élites¹⁰⁵ : 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 relabellisations 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 PME's basées en Amérique Latine et en Afrique. Ces entreprises sont très diverses en termes de domaines et 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 chaînes de valeur agricoles dans les marchés émergents 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 traditionnelle¹⁰⁷ 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 conséquences¹¹¹. 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 présentées¹¹², 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 émergents¹¹³. 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 environnementaux¹¹⁴. 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/lubp-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'impact 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 genevoise¹¹⁷. 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 rencontre. 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 underserved 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'entraîne 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 avons 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 réglementaires 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 qualifions 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 investing¹²¹. 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 :

« Building 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 finance¹²² ; 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 financières¹²³, 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 Ababa 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 depositaires 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 remarquons 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 structureaux (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.