

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 2

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)

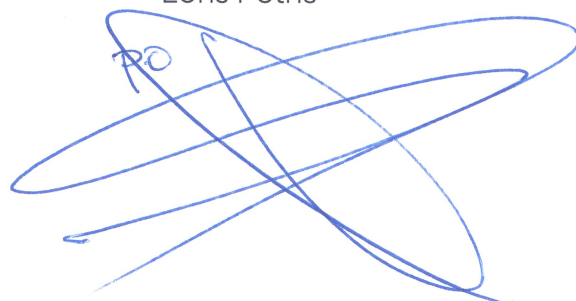
IMPRIMATUR

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



Résumé

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

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

Abstract

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

Keywords: sustainable finance, moralized markets, fields, endogeneity

Remerciements / *Acknowledgements*

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

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

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

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

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

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

Table des matières

PARTIE INTRODUCTIVE	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 ENDOGÈNES	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. La finance genevoise et ses banques privées, prémisses de la microfinance commerciale	79
i. Les structures du système bancaire suisse : entre local et global.....	81
ii. Les banques privées : entre tradition, longévité, confiance et désintéressement	83
iii. Les banques privées et la finance genevoise : des élites bancaires ancrées et des réseaux familiaux endogènes.....	87
b. Les débuts de la finance durable : la microfinance, racine de l'impact investing à Genève	93
i. De la microfinance à la microfinance commerciale.....	94
ii. La microfinance commerciale et son implantation genevoise	96
1. De l'hybridation des champs à l'importance des mécanismes endogènes.....	97
2. Le rôle pivot des <i>skilled social actors</i> dans l'émergence de la microfinance genevoise.....	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. Les banques privées et réseaux traditionnels de la place financière genevoise : les bases de la structuration endogène de la microfinance	112
Les banques privées et leurs ressources : conditions initiales de l'émergence de Green Lotus	113
Des institutions aux individus.....	118
4. De Green Lotus à la constitution d'un proto-champ ? Entre expansion et préservation de l'endogénéité	122
iii. Bilan de l'implantation de la microfinance commerciale à Genève : une émergence menée par les <i>incumbents</i>	126
1. Gommer son extériorité	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>	135
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>	170
	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>	179
II.	<i>De la structuration endogène du champ à ses conventions de qualité</i>	183
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>	232
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. Conclusion	304
CHAPITRE 3 — DU MARCHÉ MORALISÉ À LA MORALITÉ DE SES PARTICIPANTS	307
I. Introduction	307
II. L'impact investing à Genève, un champ mixte ou des trajectoires individuellement mixtes ?	308
a. Du discours sur la « croisée des mondes » 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. Parcours et dispositions individuels : de l'acquisition d'un « éthos pondérateur » à une moralité individuelle dépolitisée	343
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. Quelle variété des profils pour quelle variété des pratiques dans le champ ? Les dynamiques d'un marché moralisé	361
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. Conclusion	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 (Brega 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

Chapitre 2 — Des pratiques aux moralités

I. Introduction

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

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

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

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

La dimension morale au sein de l'impact investing a déjà fait l'objet de plusieurs travaux. La plupart d'entre eux se focalisent sur les aspects motivationnels ou intentionnels¹²⁷ des acteurs soutenant le mouvement de l'impact ou la stabilisation d'idéologies, voire de répertoires émotionnels cadrant ses dimensions morales (Hehenberger, Mair et Metz, 2019 ; Hellman, 2020 ; Roundy, Holzhauser et Dai, 2017). Moins nombreux sont en revanche ceux qui examinent la manière dont les pratiques à l'œuvre s'inscrivent dans la démarche morale du mouvement et matérialisent ces enjeux moraux. Nous proposons d'étudier cette dimension en nous plaçant dans la lignée des travaux portant sur les pratiques et les problématiques de valuation au sein de l'impact investing (Barman, 2015 ; Bourgeron, 2020 ; Chiapello et Knoll, 2020a). Autrement dit, plutôt que nous poser la question des motivations éthiques personnelles des acteurs, nous nous demanderons ce que signifie faire le bien *via* la finance dans le champ de l'impact investing genevois, et comment cette moralité financière est structurée en pratique(s). Pour aborder cette question, nous utiliserons la notion de « convention de qualité » (Eymard-Duvernay, 1989, 2003 ; Favereau, Biencourt et Eymard-Duvernay, 2002). Une convention de qualité consiste en une représentation de ce qui forme, valide et justifie la qualité d'une activité économique. Partagée par différents acteurs, cette qualité assure la coordination de ces derniers sur un marché (par exemple, entre offreurs, ou entre demandeurs et offreurs) ; elle leur permet de s'accorder sur ce que sont des qualités acceptables pour un produit spécifique, et sur les moyens de qualifier cette qualité. En raison de la complexité de la valeur non-économique (sociale, environnementale, etc.) des produits qui s'échangent sur les marchés

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

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

a. Un espace des pratiques diversifié

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

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

prennent place¹²⁹. En somme, la notion d'impact investing n'a pas fait l'objet de définition contraignante, que ce soit par l'intervention d'un acteur extérieur, par un principe de collégialité, ou par la mise en place d'une unité de gouvernance au sein du champ. Comment cette organisation structure-t-elle alors la diversité des pratiques qui s'y déploient ? Le premier chapitre nous a donné un aperçu des différentes formes d'impact investing qui y ont émergé au cours de son développement ; nous proposons ici de repartir de ces conclusions pour systématiser et comprendre la structure de l'irrégularité du champ sur le plan des pratiques. Nous montrerons que celui-ci s'organise autour de quatre pôles de pratiques distincts. Plus que des partitions étanches du champ de l'impact investing genevois, ces pôles doivent être considérés comme des idéaux-types (Weber, 1992). Cela signifie que les organisations qui les peuplent peuvent individuellement posséder des caractéristiques appartenant à plusieurs d'entre eux, et ne pas détenir toutes les caractéristiques typiques de l'un d'eux. Ces pôles sont donc distincts, mais aussi, en pratique, interconnectés, ce qui résulte à la fois de la genèse des organisations qui les composent, et de leurs récentes évolutions. L'identification de ces pôles permettra d'une part de cartographier l'ensemble des gestionnaires d'actifs consacrés à l'impact investing, et, d'autre part, de mettre en évidence la structure de la variabilité de leurs pratiques qui équipent alors diverses conventions de qualité. Si cette variabilité accentue le flou des contours entourant le concept d'impact investing et accroît l'autonomie avec laquelle les acteurs l'utilisent, elle est permise par les modes endogènes d'organisation du champ déjà mis en évidence.

Encadré 2 — Qui investit, et comment ?

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

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

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

Pour identifier ces pôles, nous avons passé en revue les pratiques et orientations stratégiques des huit organisations d'impact investing constituant le cœur de notre analyse. Pour chacune d'entre elles, nous avons examiné les propos de leurs employés ou dirigeants, leurs documents de communication à destination des investisseurs, et des *investees*, et leurs sites *web*. Ces données nous renseignent ainsi sur quatre critères pratiques¹³⁰, qui peuvent se décliner en diverses caractéristiques :

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

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

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

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

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

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

Les organisations caractéristiques de ce pôle sont Green Lotus et Harmony, toutes deux positionnées principalement sur des produits de microfinance, à la différence que Harmony agit comme un *broker* : au lieu de gérer directement des fonds, l'entreprise se voit confier des mandats par d'autres groupes pour gérer des fonds selon des principes de microfinance¹³¹.

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

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

La principale caractéristique de la microfinance commerciale pratiquée par les acteurs genevois est donc cette focalisation sur les pays émergents *via* le financement privé des MFI, par de la dette ou des prises de participation (capital-investissement) dans ces dernières¹³². Ce focus d'investissement

¹³¹ D'autres *asset managers*, en dehors de leurs propres fonds, prennent aussi en charge des mandats.

¹³² Dette privée et capital-investissement seront parfois abrégées par leur terminologie anglo-saxonne, plus courante dans le vocabulaire indigène : respectivement, *private debt* et *private equity*.

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

« [On a] une poche où on a des donations qui sont utilisées pour faire du *capacity building*. On fait ça surtout en Afrique et [...] on identifie des acteurs locaux, qui eux passent du temps avec la boîte et font [...] selon les besoins... donc ça peut être, je sais pas, du développement de MIS¹³³ à l'interne de la boîte. On peut faire du *training* sur le *risk management*, sur le *reporting social*, par exemple. Ça peut être n'importe quoi. Mais du coup, on a une poche pour ça et puis, nous, on fournit ce service également. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

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

En somme, les acteurs du pôle « microfinance » de l'impact investing genevois s'appuient sur des pratiques mêlant des investissements privés¹³⁴ classiques (en dette et prise de participation) et des pratiques issues du milieu du développement (comme la *technical assistance* et le *capacity building*), tout en se focalisant sur des projets visant l'« inclusion financière » des populations défavorisées, donc un impact essentiellement social.¹³⁵

¹³³ MIS signifie *management information system*. Cela renvoie à l'ensemble des compétences nécessaires à la gestion et la protection des données au sein d'une organisation.

¹³⁴ Comme précisé dans le précédent chapitre, les investissements privés, de gré à gré, sont à distinguer des investissements publics, prenant place sur les marchés financiers, au sein d'entreprises cotées, et souvent disposant d'un plus grand capital.

¹³⁵ Pour les fondements de cette pratique et de ses objectifs, nous renvoyons à la section du chapitre 1 sur les origines et évolutions de la microfinance commerciale.

Le pôle « marchés émergents » : l'héritier de la microfinance

Très proche de ce pôle « microfinance », on trouve un ensemble d'organisations focalisées sur des investissements visant les marchés émergents. Elles ont donc le même focus géographique que les *asset managers* en microfinance, mais pas nécessairement le même modèle d'investissement. En effet, plutôt que d'investir dans des MFI, qui, à leur tour, offrent des services financiers à des bénéficiaires sur place, elles investissent directement dans des entreprises locales (généralement des PME¹³⁶) censées avoir un effet positif sur les populations, que ce soit en leur offrant un accès à l'énergie, à l'éducation, ou encore à l'alimentation—un modèle que Gaspard Leblanc appelait d'ailleurs « *access to* ». Comme nous l'avons vu avec Lime, ce type d'impact investing s'inscrit dans le prolongement de la microfinance commerciale traditionnelle, tout en cherchant à s'en démarquer avec ces nouveaux modèles d'investissement dépassant la seule inclusion financière, tout en conservant cette focalisation sur les marchés émergents. Aux côtés de Lime, on peut identifier trois autres organisations—dont nous avons plus haut présenté la genèse—qui peuvent être rattachées à ce pôle « marchés émergents » : Steelax, Omnis et Transform.

C'est donc *via* de la dette ou des prises de participation dans des entreprises à impact supposément positif sur les populations que ces *asset managers* déploient leurs investissements. Selon les *asset managers* et les fonds, les investissements sont réalisés dans des entreprises qui sont soit des startups, soit en phase de croissance et de consolidation—dans tous les cas, il ne s'agit généralement pas de grands groupes ayant déjà atteint leur maturité, comme l'indique Transform dans un flyer à destination des *investees* (cf. Fig. 9).

¹³⁶ La taille des entreprises bénéficiaires peut varier selon les *asset managers*. Bien que celles-ci soient plus susceptibles d'être en phase de croissance et/ou de moyenne ou petite taille, certains fonds, comme celui de Steelax peuvent aussi investir au sein de plus grands groupes actifs par exemple dans le domaine de la transformation alimentaire.

<u>Fournir aux investisseurs qualifiés :</u>	<u>Permettre aux acteurs économiques dans les pays émergents :</u>
1. une préservation du capital et création de richesse supérieure (<i>risk/return profile</i>), 2. au travers de capitaux déployés directement (dette ou prise de participation) auprès d'acteurs non-spéculatifs (donc créant de la valeur ajoutée) par leur(s) activité(s) économique(s), 3. dans des chaînes de valeur ajoutée de matières premières - principalement agricoles et dans les pays émergents - sélectionnées pour leurs résilience et compétitivité économique, et 4. tout en (a) générant au travers de ces investissements des externalités positives définies et (b) s'assurant d'une adéquation des investissements et activités avec des critères disqualifiants en termes d'externalités négatives définies.	5. un accès au capital efficient, 6. de planifier et contrôler durablement le développement de l'activité économique, 7. au travers d'une croissance durable et augmentant la compétitivité de l'acteur économique, et 8. un « <i>footprint</i> » (a) respectueux en termes d'externalités négatives, (b) générateur d'un accroissement de richesse locale et (c) d'externalités positives directes.

Figure 7 — Tableau qui nous a été envoyé par la direction de Steelax pour résumer les objectifs initiaux de l'entreprise

L'impact visé par de telles approches de l'impact investing est donc principalement social (puisque'il se focalise sur l'aide apportée à des populations de pays en développement, cf. Fig. 7), même si la notion environnementale est aussi présente, à la marge, dans les objectifs affichés, comme on peut l'observer en Fig. 8, par exemple dans la « *substrategy* » appelée « *circular industry* », représentant 6% des actifs sous gestion.

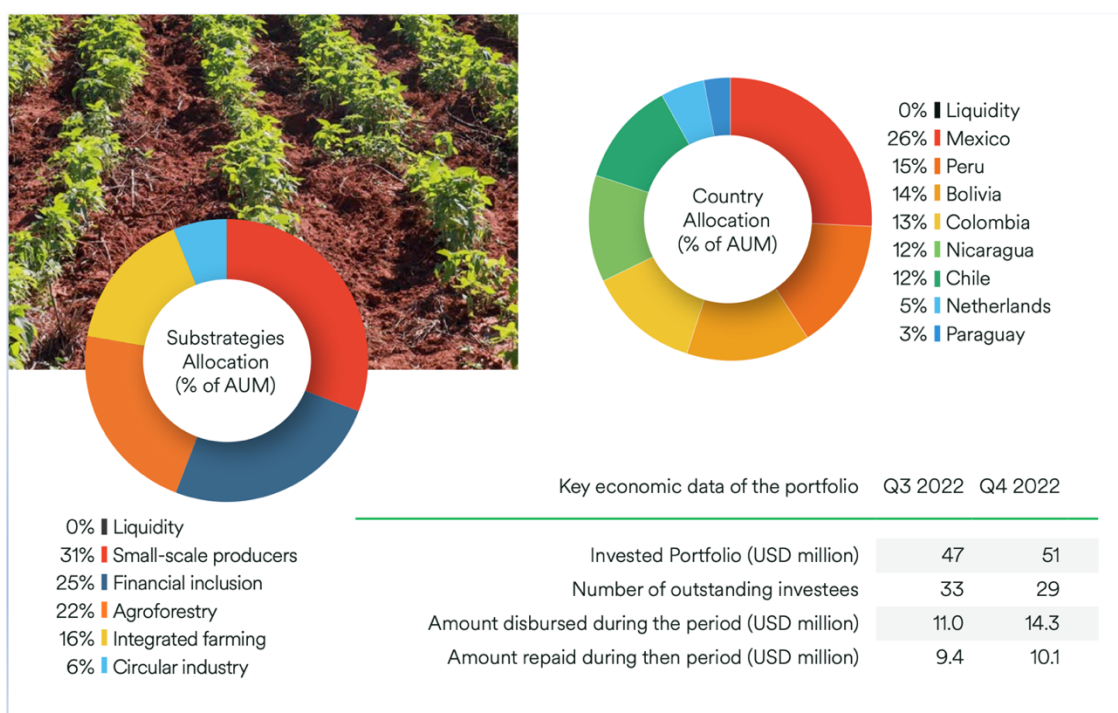


Figure 8 — Extrait du rapport trimestriel d'un fonds de Transform

WHAT KIND OF COMPANIES DO WE WORK WITH?



- 1** Companies with market-based solutions to reach one or more of our 6 SDGs.
- 2** Sales over USD 1,500,000.
- 3** Clearly identified and proven market.
- 4** Strong and reliable management team.
- 5** Strong consciousness of the externalities of the company.
- 6** Strong business model.
- 7** Coherent and functional value chain.

Figure 9 — Extraits du flyer de Transform destiné aux potentiels bénéficiaires d'investissements¹³⁷

Par exemple, sur les thèmes de la sécurité alimentaire et de l'emploi de populations défavorisées, l'un des fonds de Lime finance une entreprise, basée en Côte d'Ivoire et productrice de beurre de karité, tel que précisé dans un de ses rapports d'impact :

“Appreciating the potential of the shea industry, which is rapidly expanding in West Africa where demand for shea has grown by 600% over the past 20 years, the [...] fund supported another shea butter processor in 2021 in neighboring Côte d'Ivoire [...]. The country ranks as the fifth largest producer of shea butter, and, as is the case in Mali, the collection of shea kernels serves as an important source of income for rural women, who make up almost 70% of the country's agricultural labor force. The country also suffers from inadequate processing technology, which has limited its ability to fully benefit from growing international demand for shea. For this reason, the [...] fund provided an 800,000 EUR investment to [this company], a shea butter processor and exporter based in Ferkessedougou, in the north of Côte d'Ivoire. The company, which is the only industrial processor of the shea sector in Côte d'Ivoire, produces organic certified shea butter through the grinding of shea almonds and processing of raw shea butter. [The company] sources and produces shea butter entirely locally, and, through its operations, adds value to the sector, whilst employing a local workforce and sourcing shea kernels directly from 7,300 women collectors located in 60 different villages. The company's certification is renewed each year and ensures both the quality of the raw materials it receives as well as the traceability of these inputs. [The company's] current annual production capacity is 350 MT of shea butter.” (Extrait du rapport d'impact de Lime, 2021)

Ainsi, bien que les bénéficiaires de ce type d'investissements diffèrent de ceux de la microfinance classique, de tels investissements à impact sur les marchés émergents reposent sur des principes similaires de soutien de populations défavorisées situées au sein du Sud Global, selon la recherche d'impacts principalement sociaux, et l'apport d'une aide locale aux entreprises ciblées. En effet, il

¹³⁷ Nous reviendrons dans la suite du chapitre sur le rôle et le traitement des objectifs de développement durables (SDG) des Nations unies dans la gestion et la mesure des impacts de ces investissements.

arrive que ces investissements s'accompagnent aussi de service ce TA et CB (*technical assistance* et *capacity building*), comme c'est le cas pour l'un des fonds de Lime :

“Alongside the provision of financial products, the [...] fund offers technical assistance (TA) to cooperatives, agri-SMEs and financial intermediaries in key areas such as strategy, environmental adaption, governance, operations, and financial management. This additional support helps them further strengthen their business and improve the impact of our intervention for smallholder farmers, while contributing to reduce risks for the Fund. In 2021, several TA interventions focused on the development of Enterprise Resources Planning (ERP) systems and HR management. Following the successful roll-out of TA to a Ghanaian soybean processing company, which helped it to develop an HR manual and standardized contracts, the organization reported improved levels of job satisfaction and higher staff retention rates.” (Extrait du rapport d'impact de Lime, 2021)

Il y a donc une filiation très nette entre les pratiques de la microfinance commerciale genevoise et sa déclinaison « *frontier markets* »/« *access to* »¹³⁸. Cette proximité pratique s'explique d'ailleurs par l'histoire de plusieurs des entreprises appartenant à ce deuxième pôle. Rappelons par exemple que Lime a été fondé par Pierre-Luc d'Autane à la suite de désaccords avec la direction de Green Lotus qui souhaitait rester focalisée sur les pratiques d'inclusion financière proposées par la microfinance. Cette proximité se traduit ainsi dans des porosités entre les pratiques des organisations appartenant au pôle « microfinance » et celles qui constituent celui des « marchés émergents », dans la mesure où, plus récemment, les pionniers de la microfinance comme Green Lotus ont développé des approches de type « *access to* » dépassant la seule inclusion financière, de même que Lime, initialement décidée à faire « *tout sauf de la microfinance* »¹³⁹, présente aussi un volet « *financial inclusion* » dans ses stratégies officielles, ainsi qu'un département dédié au sein de l'entreprise. En somme, plusieurs des organisations constituant le cœur de notre terrain présentent des multi-appartenances entre ces deux pôles particulièrement proches, aussi bien sur le plan des pratiques, que de leur histoire. Nous verrons que les deux autres pôles que nous allons présenter ont, eux aussi, certaines porosités avec les précédents.

Le pôle environnemental : nouveaux enjeux et nouvelles pratiques

Le pôle suivant, que nous appelons « environnemental », est principalement représenté par une organisation, Regenae, même si—nous y reviendrons—certaines des organisations présentées plus hauts dans les autres pôles ont développé des pratiques se rattachant à ces logiques environnementales. Ce pôle se caractérise ainsi par des modes d'investissements visant des impacts dits environnementaux, là où les deux précédents avaient une focalisation principalement sociale. Si ces derniers présentaient, l'un par rapport à l'autre, une certaine continuité, le pôle

¹³⁸ Il s'agit de termes indigènes fréquemment utilisés pour parler des investissements à impacts réalisés dans des pays en développement avec des objectifs dépassant la seule inclusion financière promise par la microfinance.

¹³⁹ Il s'agit d'une phrase prononcée par Pierre-Luc d'Autane, cofondateur de Lime, lors d'un entretien.

environnemental s'en distingue, car il ne vise pas forcément les marchés émergents, ou les populations des pays en développement. Ainsi, Regenae réalise essentiellement des investissements privés en dette et prise de participation, au sein d'entreprises localisées dans des pays développés. Ces dernières sont typiquement en phase de croissance, parfois même au stade de startups, mais avec déjà au moins un produit sur le marché, comme l'indique en entretien une analyste de l'entreprise.

Les investissements avec focalisation sur les impacts environnementaux peuvent cibler divers objectifs, allant des énergies renouvelables à l'agriculture ou l'alimentation dites durables. Des bénéficiaires typiques de tels investissements peuvent ainsi être des entreprises produisant des panneaux solaires, ou du matériel informatique avec une faible empreinte environnementale comme Fairphone¹⁴⁰, présenté en *Fig. 10* (issu d'un rapport d'impact), ou encore des sociétés axées sur l'alimentation végétarienne, végétane, voire sur l'agriculture biologique, comme celle présentée en *Fig. 11*.

Company → Fairphone Fair and Modular Smartphones FAIRPHONE Headquarters → The Netherlands Sector → Circular Products & Materials	Company → Fairphone is the leading electronics company of ethically produced smartphones, with a positive social and environmental impact throughout the phone's life cycle. Fairphone was founded in 2013 by Bas van Abel and is headquartered in Amsterdam. Five years later, Fairphone has sold over 150,000 phones and is the highest ranked electronics brand on sustainability in the entire sector, as well as a certified B-Corporation. Fairphone has developed a modular design phone which allows the user to customize, upgrade and repair the phone more easily, with the company goal to slow down obsolescence. The company's solution is a phone that is easier to repair and easier to refurbish, recycle and dismantle, bringing significant environmental, social and economic benefits. Mission → Fairphone aims to shift the consumer electronics market towards fairness, transparency and circularity to create positive social and environmental impact from the beginning to the end of a phone's life cycle. Solution → Design, production and commercialization of the first ethical smartphone based on a long-lasting design, fair materials, good working conditions across the value chain recycling and re-usability. Impact Positioning → Fairphone aims to open up the story of what is inside mobile phones and how they are manufactured, in order to provide a positive impact on how phones are manufactured, used and recycled. The company has designed the world's first modular phone, built with repairability in mind. The phones are built to last, in both their original design and in designing their repair to be as easy as possible. Fairphone was ranked the highest by Greenpeace in their Guide to Greener Electronics 2017 report.
---	--

Figure 10 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (1/2)

¹⁴⁰ Non anonymisé.

Company → [redacted] Biodynamic and Organic Fruit Producer & Processor [redacted] Headquarters → France Sector → Sustainable Food & Agriculture	Company → With +100-hectares of orchards farmed using biodynamic methods and a brand new 6,400 sqm production unit, [redacted] produces a wide range of 40+ apple varieties and a range of pears, kiwis, strawberries, rhubarb, quinces, and more. Unsold fresh fruits and purchased produce are used to make processed products. Mission → Cultivate high quality fruits with biodynamic methods, giving future generations a chance to have access to affordable and varied healthy food, respectful of the environment. Sustain long-term local employment beyond the harvest season. Solution → Fresh fruits sold and delivered to the main French fruit and vegetable markets as well as to other European partners. The remainder of the fruit production is processed at their own production facility based in Nantes, into a large range of organic products such as fruit compotes, jams and jellies, fruit puree, fruit juices, cider, and more. Impact Positionning Biodynamic Farming → For many years, [redacted] has been using biodynamic farming methods in its orchards and all along the production process. Biodynamic farming, based on a Demeter certification, is "a holistic approach to agriculture in which vitality has the highest priority" (French Demeter Association).
---	---

Figure 11 — Présentation d'entreprises bénéficiaires d'investissements pilotés par Regenae, extraits d'un rapport d'impact, 2019 (2/2)

Enfin, ici encore, il est important de noter les porosités entre le pôle environnemental et les précédents pôles présentés. En effet, les entreprises représentatives des pôles « microfinance » et « marchés émergents » positionnent également certains de leurs investissements sur l'axe environnemental, en promettant, en plus de l'inclusion financière et du soutien de populations défavorisées, une focalisation sur des *business models* à impact environnemental positif. Dans le cas de la microfinance, la porosité avec les investissements à impacts environnementaux se fait *via* les potentialités multiples que peuvent avoir les produits d'inclusion financière. En effet, si le modèle du microcrédit ou de l'ouverture de services bancaires, des assurances peuvent aussi être proposées par les institutions de microfinance (MFI). Par exemple, Green Lotus revendique une approche en termes de « *finance environnementale* » en finançant des MFI offrant à des populations défavorisées des services d'assurances les prémunissant contre des risques environnementaux (maladies du bétail, sécheresses, catastrophes naturelles, etc.) :

“One of the objectives of the Green Lotus managed Fund A¹⁴¹ is therefore to support smallholder farmers in becoming more resilient and manage better risks related to negative weather events by providing them with tailored agricultural insurance solutions for extreme weather events and natural catastrophes. To this end, Fund A provides financing and technical assistance for its investees, co-developing crop insurance products targeting smallholder farmers. In some cases, the crop insurance covers the whole cycle from planting to harvesting. In addition, some Fund A investees also provide agronomic advice to their client farmers on the best crops, methods to increase productivity, and ways to best integrate vital geographical and climate data. For example, [a scheme], jointly launched by Fund A, Fund B and Fund C in January 2018, will increase access to finance and provide post disaster recovery lending to rural families and smallholder farmers who live on or below the poverty line and participate in Fund B's microfinance network. By using climate data, Fund B affiliates and other financial institutions will be able to make better lending decisions, and farmers better farming decisions, by decreasing uncertainties linked to changes in weather patterns and climate volatility.” (Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2019-2020)

¹⁴¹ Fund A (anonymisé) est un fonds de Green Lotus dédié aux investissements dans des MFI offrant des services d'assurance. Idem pour Fund B et C.

Des jonctions entre les pratiques du pôle « marché émergents » et les enjeux environnementaux sont aussi observables, par exemple au sein de Steelax, dont certains des investissements dans des entreprises de pays émergents ont aussi des ambitions environnementales, notamment à travers le développement d'infrastructures agroalimentaires visant une empreinte carbone réduite, comme une entreprise, présentée sur le site *web* de Steelax (*cf. Fig. 12*), produisant de l'huile de tournesol avec des objectifs de réduction de son empreinte carbone.

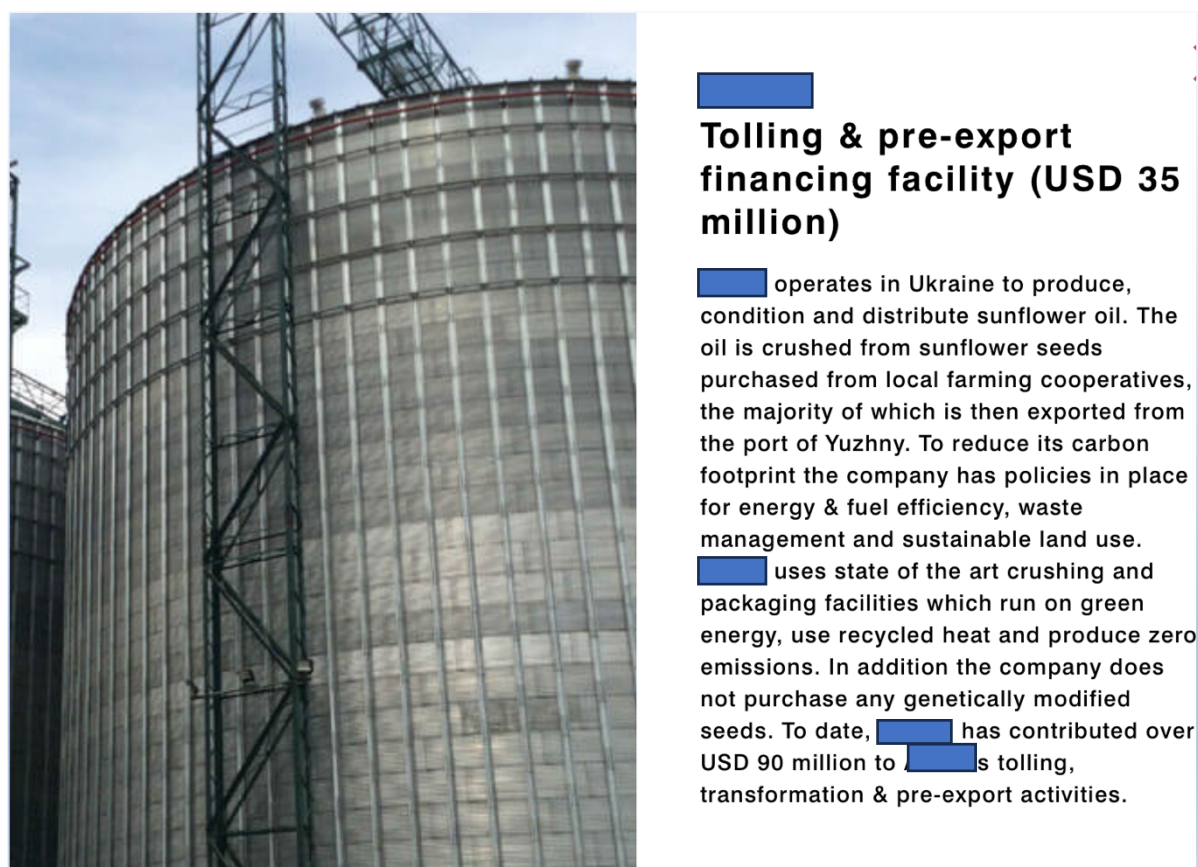


Figure 12 — Présentation d'une entreprise bénéficiaire des investissements conduits par Steelax, site *web*, 2023

Le pôle mainstream et la « dilution » de l'impact

Enfin, nous identifions un quatrième pôle, que nous qualifions de « *mainstream* », car il se définit par des modèles d'investissements proches de ceux que l'on trouve dans la finance classique. Le terme « *mainstream* » est avant tout un concept indigène : il est souvent utilisé par les acteurs interviewés pour parler de la finance classique, *i.e.* sans prétention d'impacts sociaux et/ou environnementaux. Mais c'est aussi un terme présent dans la littérature sur les marchés moraux, renvoyant à des initiatives de moralisation qui s'éloignent progressivement des milieux militants, pour rejoindre des

acteurs et modèles économiques plus conventionnels (Le Velly, 2015). Un parallèle peut être dressé avec notre cas, où des initiatives initiales font face à un élargissement du champ, et à l'émergence de pratiques proches de la finance classique, conventionnelle.

Au sein des trois autres pôles, les principaux modes d'investissements sont la *private debt* et le *private equity* (investissements privés en dette ou prises de participations), c'est-à-dire la réalisation d'investissements de gré à gré, hors des places boursières. Ce mode d'investissement correspond davantage au ciblage d'entreprises de petite et moyenne tailles, qui, comme nous l'avons vu, peuvent être encore en phase de croissance. À l'opposé de ce modèle se trouvent les investissements listés, en particulier la *public* (ou *listed*) *debt* et le *public equity*. Il s'agit ainsi d'investir en dette ou prise de participation *via* des *exchanges*, des *stock markets*, sans nécessairement avoir un rapport direct avec les *investees*, un engagement de long terme avec eux. Les marchés listés offrent généralement une transparence importante sur la stabilité financière des entreprises, et donc, un certain nombre de garanties pour les investisseurs, alors que les marchés privés offrent plus de flexibilité, car les termes de l'investissement sont fixés directement entre l'investisseur et l'*investee*. Dans la mesure où l'émission de titres sur les marchés listés requiert de la part des entreprises une conformité à de nombreuses régulations financières et comptables¹⁴², ce sont généralement des firmes plus établies ou de plus grande taille qui y sont présentes¹⁴³. Bien que le marché de l'impact investing à Genève reste largement dominé par l'approche privée, les fonds mixant investissements privés et listés ont vu leur nombre croître depuis les années 2010. En effet, comme l'indique Harmony dans un rapport réalisé avec le Secrétariat suisse des affaires économiques (*cf. Fig. 13*), ces fonds mixtes (*mixed*) sont passés de 4 à 9 entre 2010 et 2018, parmi les entreprises de gestion d'actifs à impact en Suisse.

¹⁴² Cela peut également être coûteux.

¹⁴³ Nous attirons l'attention sur le fait qu'une entreprise qui émet des titres de *listed debt* n'est pas nécessairement listée elle-même sur un *exchange*. De même, émettre de la dette privée n'est pas réservé à des entreprises non listées. Néanmoins, pour les raisons évoquées avant, la dette listée est souvent le privilège de groupes déjà établis, là où le recours à la dette privée est très souvent un moyen pour de plus petites structures d'obtenir un financement, en particulier dans le cas de l'impact investing genevois.

For Swiss specialized impact investment fund managers, private debt also represents the dominant asset class (Figure 9). An important evolution since 2010 has been the establishment of several equity impact funds, which have tripled in number since 2010. Mixed investment products, which are third in line, mostly invest through a blend of private debt and private equity.

Figure 9
Swiss Impact Investment
Products by Asset Class

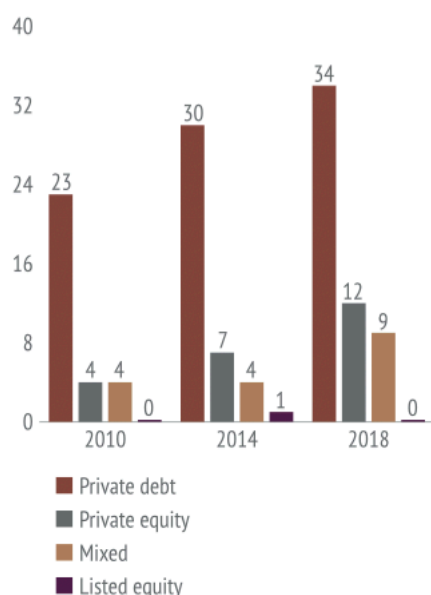


Figure 10
Swiss Impact Investment
Products by Size

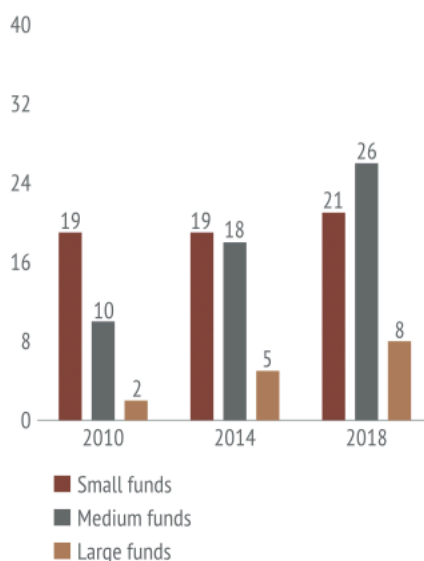


Figure 13 — Extrait d'un rapport d'Harmony et du Secrétariat suisse des affaires économiques (SECO), 2019¹⁴⁴

Une telle approche de l'impact investing implique parfois d'adopter des pratiques différentes de celles que nous avons identifiées dans les trois autres cas. L'entreprise du champ de l'impact genevois représentant particulièrement bien ce pôle est Hecate¹⁴⁵, que nous avons aussi présentée dans le premier chapitre. Cet *asset manager* choisit ses bénéficiaires selon un certain nombre de

¹⁴⁴ Ce rapport s'appuie sur des données collectées auprès d'un échantillon d'entreprises suisses dites d'impact investing qui diffère du nôtre, pour deux raisons : 1) il inclut des entreprises non genevoises, 2) il exclut certaines entreprises genevoises que nous avons incluses dans notre enquête. Ses conclusions générales restent néanmoins valides au regard de notre propos.

¹⁴⁵ Comme précisé plus haut, très récemment, l'entreprise Hecate a racheté une autre entreprise d'impact investing localisée en Suisse alémanique, Straviam. Cet autre *asset manager* possède des produits en *private debt* et *private equity*. Ainsi, Hecate intègre aussi de tels produits aujourd'hui. Néanmoins, au moment de l'enquête, Hecate était exclusivement positionnée sur des produits listés.

critères dits « ESG¹⁴⁶ » ainsi que des règles d'exclusion¹⁴⁷. On peut trouver, sur le site d'Hecate, l'exemple d'une entreprise bénéficiaire axée sur le développement de plateformes éducatives en ligne, dédiées à un public américain. La Fig. 14 représente l'extrait d'un rapport de fonds d'Hecate, récapitulant une partie des *investees* composant ce dernier, et le pourcentage qu'ils représentent. On remarque dans cette liste une prépondérance de grandes entreprises américaines, incluant notamment des multinationales informatiques et de divertissement (Microsoft, Adobe, Intel, Activision Blizzard) et des grandes banques (Bank of America).

Ce modèle d'investissement se différencie donc très fortement des précédents : plutôt qu'un positionnement en termes d'assistance à des populations défavorisées, ou la consolidation d'entreprises dites à impact en phase de croissance, cette pratique de l'impact investing plus *mainstream* mise sur une sélection plus large à partir de critères ESG, et sur la mise en place d'un « activisme actionnarial » (Waeger et Mena, 2019), qui consiste à prendre la parole au sein des assemblées d'actionnaires des entreprises dans lesquelles des parts ont été acquises, pour promouvoir des objectifs sociaux ou environnementaux. En participant aux votes d'actionnaires, Hecate affirme pousser ces entreprises vers la réalisation d'impacts positifs.

¹⁴⁶ Les critères ESG permettent d'évaluer la conformité d'une entreprise à un certain nombre de principes environnementaux, sociaux, et de gouvernance. Ils évaluent de manière combinée la politique de l'entreprise selon ces critères, sans nécessairement questionner le cœur de l'activité de l'entreprise, ou ses objectifs d'impact. Nous reviendrons plus loin dans le chapitre sur les problématiques liées à l'utilisation de tels standards dans les processus de mesure des impacts.

¹⁴⁷ La notion d'exclusion renvoie aux pratiques consistant à ne pas investir dans certains domaines, typiquement les armes, le tabac, la pornographie, etc. Il s'agit d'une pratique traditionnellement associée aux « investissements socialement responsables ».

Description	Number of Shares/ Face Value	Currency	Cost	Market Value	% Net Assets
Switzerland					
TE CONNECTIVITY /REG SHS	9,976	USD	1,286,864	1,348,855	1.48
			1,286,864	1,348,855	1.48
Turkey					
ARCELIK AS	338,561	TRY	1,448,241	1,161,338	1.27
			1,448,241	1,161,338	1.27
United States of America					
ACTIVISION BLIZZARD INC	4,926	USD	457,904	470,137	0.52
ADOBE INC	742	USD	358,310	434,545	0.48
AMERICAN STATES WATER CO	6,546	USD	493,625	520,800	0.57
AMERICAN WATER WORKS CO INC	2,764	USD	424,681	426,015	0.47
AMPHENOL CORPORATION -A-	18,295	USD	1,251,566	1,251,561	1.37
ANALOG DEVICES INC	3,390	USD	478,212	583,622	0.64
APPLIED MATERIALS INC	3,125	USD	329,666	445,000	0.49
ARROW ELECTRONICS INC.	6,101	USD	729,446	694,477	0.76
ATKORE INC	4,019	USD	230,940	285,349	0.31
AVANGRID INC	7,016	USD	371,174	360,833	0.40
AVNET INC	19,508	USD	732,983	781,881	0.86
BADGER METER INC.	10,962	USD	1,038,687	1,075,591	1.18
BANK OF AMERICA CORP	10,919	USD	453,862	450,190	0.49
BELDEN INC	3,445	USD	156,395	174,214	0.19
BROADCOM INC	976	USD	429,847	465,396	0.51
BRUKER CORP	23,802	USD	1,547,181	1,808,476	1.98
CALIFORNIA WATER SERV. GRP	8,217	USD	449,113	456,372	0.50
CASELLA WASTE SYSTEMS INC. A	13,454	USD	883,124	853,387	0.94
CHEMED CORP	4,647	USD	2,214,815	2,205,002	2.42
COMFORT SYSTEMS USA INC.	5,827	USD	454,866	459,109	0.50
DANAHER CORP	8,524	USD	1,986,031	2,287,501	2.51
DARLING INGRED --- SHS	17,311	USD	1,195,756	1,168,493	1.28
DOCUSIGN INC	1,628	USD	462,666	455,140	0.50
EMERSON ELECTRIC CO.	7,305	USD	671,722	703,033	0.77
ENERGIZER HOLDINGS INC	43,088	USD	1,853,199	1,851,922	2.03
ESSENTIAL UTIL RG	9,565	USD	449,521	437,121	0.48
EVERSOURCE ENERGY	5,553	USD	473,269	445,573	0.49
EXPONENT INC	6,881	USD	583,897	613,854	0.67
GRACO INC	8,727	USD	654,051	660,634	0.72
GREEN PLAINS INC	13,218	USD	439,262	444,389	0.49
HUBBELL INC	5,048	USD	828,288	943,168	1.03
INST BLDNG PROD	6,345	USD	800,222	776,374	0.85
INTEL CORP.	14,380	USD	880,346	807,293	0.89
INTUIT	935	USD	385,243	458,309	0.50
IROBOT CORP	5,940	USD	653,564	554,737	0.61
ITRON INC	3,688	USD	358,493	368,726	0.40
KEYSIGHT TECHNOLOGIES INC	8,518	USD	1,210,487	1,315,264	1.44
KLA CORPORATION	1,997	USD	592,662	647,447	0.71
KNOWLES CORPORATION	6,739	USD	134,079	133,028	0.15
KULICKE & SOFFA INDUST	27,526	USD	1,386,063	1,684,591	1.85
LINCOLN ELECTRIC HLDGS INC	6,436	USD	849,615	847,686	0.93
LITTELFUSE INC	1,181	USD	294,063	300,907	0.33
MASTERCARD INC. SHS-A-	1,197	USD	425,990	437,013	0.48
MAXIM INTEGRATED PRODUCTS	3,686	USD	356,674	388,357	0.43
MICROSOFT CORP.	1,715	USD	408,843	464,594	0.51
MODIVCARE RG	5,774	USD	855,271	981,984	1.08

Figure 14 — Extrait du rapport semi-annuel d'un fonds d'Hecate, présentant une partie des entreprises investies

Si Hecate est, à Genève, le principal représentant de ce pôle *mainstream*, notons là encore la porosité qu'il présente avec d'autres entreprises. En particulier, Green Lotus, essentiellement axé sur des activités de microfinance, a été absorbée en 2019 par le groupe Richters (un gestionnaire d'actif international positionné en finance classique), comme vu dans le premier chapitre. Depuis, Green Lotus a développé de nouvelles approches plus *mainstream*—pour reprendre le vocabulaire indigène—de l'impact investing. Par « *mainstream* », nous faisons référence—au croisement entre la définition indigène et le concept issu de la littérature—à des approches d'investissement qui se rapprochent de la finance conventionnelle, et qui visent donc un public d'investisseurs plus large.

Par exemple, Green Lotus lance en 2021 et 2022 deux fonds « Richters » en *listed debt*, visant essentiellement des institutions financières de plus grande taille que les traditionnelles MFI des autres fonds, mais aussi le secteur industriel, l'énergie, et d'autres domaines, comme résumé dans ce diagramme présenté sur le site de Green Lotus (cf. Fig. 15, ci-dessous).

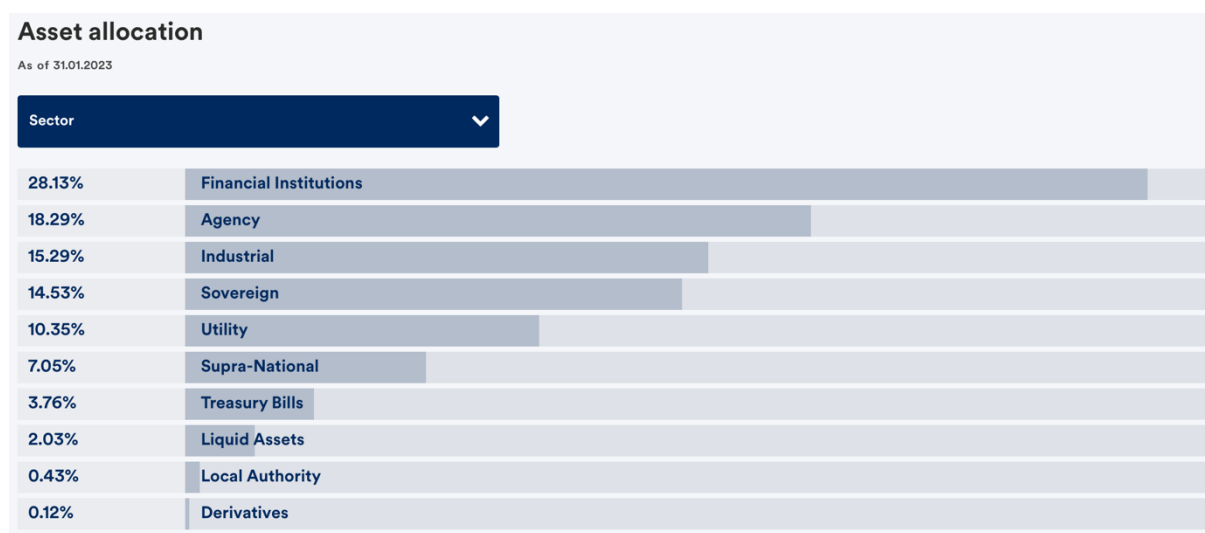


Figure 15 — Répartition des investissements d'un fonds Richters-Green Lotus en *listed debt*, selon le secteur d'activité des entreprises bénéficiaires, site web de Green Lotus, 2023

De même, à la différence des traditionnels investissements de microfinance focalisés sur les pays du Sud Global, les stratégies en *listed debt* sont beaucoup plus variées en termes de focus géographique. En effet, elles incluent une plus grande variété de bénéficiaires, y compris au sein de pays développés comme les États-Unis, ou même des firmes transnationales (cf. Fig. 16, ci-dessous). À ce titre, il est utile de comparer la Fig. 15 avec la Fig. 16 pour comprendre les importantes différences de stratégies d'investissement entre les fonds *frontier market* ou *financial inclusion* plus classiques (comme celui de Transform, *supra*), et les approches en *listed debt*, comme celle de Green Lotus : chez Transform, les *investees* se situent principalement dans des pays d'Amérique du Sud et centrale (Mexique, Pérou, Bolivie, Colombie, Nicaragua, Chili), alors que Green Lotus, avec le fonds Richters, investit en premier lieu dans des entreprises américaines (8,37%) et transnationales (7,05%).

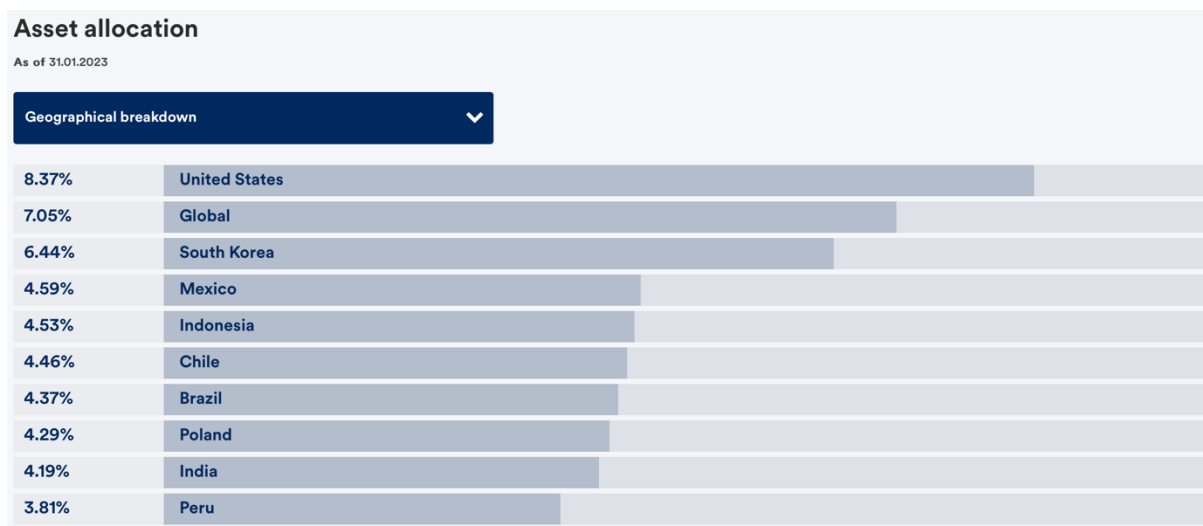


Figure 16 — Répartition des investissements d'un fonds Richters-Green Lotus en listed debt, selon la localisation des entreprises bénéficiaires, site web de Green Lotus, 2023

En somme, ce dernier pôle *mainstream* présente d'importantes différences pratiques par rapport aux précédents, que ce soit sur le plan du statut des entreprises bénéficiaires visées, leur localisation géographique, ou les classes d'actifs choisies. Pour autant, nous notons là encore les continuités que certains acteurs du champ de l'impact investing genevois entretiennent entre ces pôles, dans la mesure où Green Lotus mixe des approches de microfinance classique, avec des stratégies listées, rapprochant ses pratiques de celles d'Hecate.

Conclusion : à Genève, un espace des pratiques diversifié mais fluide

Ce tour d'horizon des pratiques d'investissement observables dans le champ genevois de l'impact investing donne ainsi à voir une grande diversité d'approches parmi les différents acteurs. Bien que l'impact investing s'y soit initialement construit autour de la microfinance commerciale, les évolutions du champ identifiées dans le chapitre 1, et les mécanismes endogènes qui les caractérisent débouchent sur un espace des pratiques hétérogène. Comme nous l'avons montré en partie dans le chapitre 1, cette hétérogénéité résulte notamment de l'utilisation commerciale et stratégique de la catégorie « impact investing », selon des jeux de distinction, des relations interpersonnelles ou encore rivalités internes qui sont le fait des dynamiques endogènes du champ. Nous avons cherché à identifier les proximités de ces pôles de pratiques avec chacun des huit *asset managers* en impact investing constituant le cœur de notre étude. Pour établir ces affinités, nous avons comparé les pratiques de chaque entreprise selon les quatre critères établis plus haut (type d'*investee*, type d'investisseur, mode d'investissement, processus d'investissement), avec les caractéristiques-types de chacun des pôles. Si une entreprise possède de nombreuses similarités avec l'un des pôles, on parlera d'une affinité élevée, et inversement. Pour autant, une même

entreprise peut présenter une affinité forte avec plusieurs pôles. Par exemple, Green Lotus a une affinité maximale avec le pôle « microfinance », car elle propose des investissements dans des institutions financières dans les pays du sud, avec TA et CB, et suivi de terrain, mais elle présente aussi une affinité avec le pôle « *mainstream* » puisqu'elle gère aussi des fonds incluant des entreprises listées. Le *Tab. 2*, ci-dessous, récapitule ces affinités. Il offre ainsi une représentation schématique de l'espace des pratiques selon les différents acteurs de notre terrain et permet de mieux les situer les uns par rapport aux autres.

Tableau 2 — Affinité des entreprises avec chacun des pôles identifiés

Nom	Volume d'actifs sous gestion ¹⁴⁸ (USD)	Pôle de pratiques 1 — Microfinance	Pôle de pratiques 2 — Marchés émergents	Pôle de pratiques 3 — Environnement	Pôle de pratiques 4 — <i>Mainstream</i>
Green Lotus	3,5 Md	++	+	-	+
Harmony	2,9 Md	++	-	-	-
Lime	300 M	+	++	+	--
Transform	300 M	+	++	+	--
Omnis	100 M	+	++	+	--
Steelax	650 M	--	++	+	-
Regenae	75 M	--	--	++	--
Hecate	100 M	--	--	+	++

Lecture : ++ signifie que l'activité principale correspond à ce pôle ; + signifie que des affinités avec ce pôle sont observées ; - signifie que peu d'affinités sont observées avec ce pôle ; -- signifie qu'aucune affinité n'est observée avec ce pôle.

N. B. 1 : ces représentations ne correspondent pas à des mesures quantifiées, mais à notre propre classification selon les critères exposés précédemment, destinée à aider à la compréhension des pratiques des divers acteurs du champ.

N. B. 2 : le lecteur considérera qu'il existe un continuum allant de -- à ++. Le choix d'utiliser deux symboles différents (+ et -) est avant tout visuel ; il permet de remarquer rapidement les différences et proximités entre les entreprises.

De récents travaux notent, comme nous le faisons ici, cette hétérogénéité des pratiques de finance d'impact, de leur classification et de leur qualification. Par exemple, Bracking *et al.* (2023) observent les évolutions autour des *green bonds*, et les polémiques autour d'une nouvelle catégorie, les *transition bonds*. Comme pour l'impact investing genevois, le cas des *green/transition bonds* révèle la variabilité des catégories encore en formation au sein des marchés de produits financiers dits durables. Bracking *et al.* soulignent ainsi l'existence de conceptions plus ou moins « pures » des *green bonds*, faisant écho à la dualité entre approches *mainstream* et approches centrées sur des *investees* plus

¹⁴⁸ Estimés en recoupant des sources internes aux organisations, et des données externes (notamment des sites de listing des fonds). En raison de la variabilité des sources et des différences entre les modes de comptabilité, les valeurs peuvent être inexactes et doivent être interprétées comme des ordres de grandeur.

défavorisés, comme au sein du pôle « microfinance ». Notre analyse renforce et complète alors ces travaux existants, en relatant cette diversité dans un espace social géographiquement ancré et en la mettant en lien avec son histoire propre. Dans l'introduction de ce chapitre, en lien avec les travaux existants sur les diversités pratiques de l'impact investing, nous questionnions les mécanismes permettant à une telle diversité de s'exprimer. En objectivant et catégorisant cette diversité, des éléments de réponse apparaissent.

Premièrement, l'identification des pôles réalisée dans cette section nous permet d'objectiver à la fois l'hétérogénéité, mais aussi la fluidité de ces pratiques. Par fluidité, nous faisons référence au fait que ces pôles ne définissent pas des pratiques étanches. Ainsi, dans notre identification de ces derniers, nous avons parfois pris comme exemple une même entreprise pour illustrer plusieurs pôles différents, et le tableau récapitulatif montre que ces entreprises ont rarement des pratiques qui seraient cantonnées à un seul pôle. De toute évidence, cette fluidité est à mettre en lien avec les innovations, scissions et redéfinitions successives qui ont façonné le champ, comme nous l'avons vu dans le premier chapitre : elle est ainsi caractéristique d'une structuration du champ laissant une grande place aux logiques internes d'autodétermination et de positionnement opportuniste¹⁴⁹, en opposition à ce que serait une détermination concertée des pratiques, ou la conformité à des lois ou une instance de régulation soit externe, soit positionnée en surplomb du champ. En d'autres termes, si une telle diversité peut exister, c'est parce qu'elle est autorisée par l'organisation endogène et autonome du champ. Celle-ci permet aux différentes organisations de revendiquer une approche de l'impact qui leur est propre et s'inscrit dans l'origine de leur histoire et de leur entrée sur le marché de l'impact investing. Deuxièmement, cette fluidité va de pair avec une proximité entre les différents pôles de pratiques. Dans la mesure où les organisations du champ jonglent assez librement entre différents types de pratiques, aucun pôle n'est parfaitement isolé. Autrement dit, même si certaines approches plus « puristes » comme la microfinance se détachent, dans les pratiques, le pôle *mainstream* n'est pas marginalisé car même des pionniers de la microfinance, comme Green Lotus, y empruntent occasionnellement certaines pratiques. Il en résulte un « air de famille »—pour reprendre métaphoriquement la formule de Wittgenstein (2014)—entre ces différents pôles qui les lie au sein d'un spectre ne marginalisant aucune pratique. Cela est particulièrement visible dans le *Tab. 2* où notre classification montre que les pratiques multiples des différentes entreprises ne rendent aucun pôle étanche aux autres : aucun n'est représenté par une seule entreprise et chacun des pôles est ainsi très visuellement relié aux autres.

¹⁴⁹ Le terme est ici dénué de son potentiel caractère péjoratif. Il renvoie à la manière dont ces individus et organisations ont souvent déterminé leurs approches et pratiques de l'impact investing selon les opportunités qui se présentaient à eux à un certain moment de l'évolution interne du champ.

À l'issue de cette première étape d'identification des pôles, nous proposons de questionner la manière dont cette organisation de l'espace des pratiques articule moralités à l'œuvre. En effet, les pratiques très variables observables au sein de ces différents pôles renvoient généralement à des interprétations différentes de ce qu'est l'impact positif d'un investissement, et sont donc associées à des discours moraux différents (partie « portée morale » des conventions de qualité, cf. *Tab 1*). Dans la prochaine section, nous chercherons donc à mettre au jour le lien entre cet espace des pratiques hétérogène et fluide, et les variations de moralités au sein de cet espace marchand.

b. D'un espace des pratiques hétérogène et fluide à des moralités variables

Comme précisé dans les premières pages de cette thèse, notre conception de la moralisation des marchés prend appui sur les littératures européennes examinant les projets cherchant à implanter des valeurs supposément vertueuses au cœur de situations marchandes, dans le but d'améliorer ou de rectifier ces dernières, par différents moyens, pour les faire correspondre à un certain idéal moral (Geiger et al., 2014 ; Schiller-Merkens et Balsiger, 2019 ; Stehr, 2008). Dans cette perspective, nous cherchons à mettre au jour, dans le cas de l'impact investing à Genève, les caractéristiques spécifiques d'un processus de moralisation que nous estimons guidé par de puissantes dynamiques endogènes. Un moyen de caractériser un tel projet est d'interroger les fondements moraux sur lesquels il s'appuie. Au sein des cas traités par la littérature, il est généralement aisé d'identifier les principes forts sur lesquels un projet de moralisation marchande s'appuie. Par exemple, de tels projets peuvent consister dans la mise en place de projets commerciaux présentés comme éthiques vis-à-vis du traitement des animaux et de l'impact de leur consommation sur l'environnement, comme nous avons pu le voir dans une précédente recherche (Kabouche, 2019). D'autres cas se focalisent sur les mouvements anti-sweat shops et la mode éthique (Balsiger, 2016b), ou encore l'alimentation biologique (Fouilleux et Loconto, 2017 ; Leroux, 2015), et de nombreux autres enjeux.

Sur le terrain, les praticiens de l'impact investing ne mettent pas en avant le concept de « moralité ». Néanmoins, ils tiennent des discours et justifient leurs pratiques au prisme de catégories que cette littérature qualifie de « morales », appuyées sur une certaine conception de ce qui est bon, nécessaire et désirable pour faire le bien¹⁵⁰. En effet, dans ce paysage de « moralisations marchandes », l'impact

¹⁵⁰ Nous avons noté à plusieurs occasions qu'un slogan du mouvement de l'impact investing est « *doing well by doing good* ».

investing présente lui aussi un projet de moralisation affirmé¹⁵¹, d’abord à l’échelle globale du mouvement, dont les initiateurs revendiquent un « *monde dans lequel les marchés financiers sont au service des gens et de la planète* »¹⁵² ; et ensuite à l’échelle locale, comme le montrent les ambitieuses promesses globales exposées sur les sites web des différents *asset managers* genevois :

“Founded in 2010 in Geneva, Regenae is a pioneer in impact investing, financing innovative companies which strengthen the transition towards a regenerative economy and a one-planet world.” (Site *web* de Regenae)

“Impact investments aim to make a tangible positive difference.” (Site *web* de Green Lotus)

“Our vision is to improve the human capacity to live together on the planet.” (Site *web* d’Harmony)

Mais comment ces promesses très générales se concrétisent-elles dans les principes guidant les pratiques adoptées par ces organisations ? Dans cette section, nous chercherons à identifier les moralités à l’œuvre dans l’espace des pratiques présenté précédemment, en montrant qu’une particularité de l’impact investing à Genève réside dans la forte indétermination des objectifs moraux portés dans le présent cas. Autrement dit, au-delà d’une vision commune selon laquelle la finance peut se mettre au service du bien—avec toute l’ambiguïté que cette assertion implique—, nous étudierons la manière dont cette promesse se concrétise dans des pratiques moralement indexées. L’identification de ces morales d’investissement variées s’accompagnera de l’association de ces morales aux différents pôles de pratiques. Enfin, en reliant des types de pratiques marchandes et des conceptions morales marchandes (que nous assimilons aux « justices » de la théorie des conventions), nous identifierons ainsi deux éléments majeurs qui, une fois associés, forment des conventions de qualité. Identifier ces conventions nous permettra alors de mieux caractériser la diversité morale et pratique qu’elles reflètent dans le champ, et les facteurs qui lui permettent de prospérer.

Comme précisé plus haut, au-delà de l’étude des motivations individuelles des investisseurs d’impact (Hellman, 2020 ; Roundy, Holzhauer et Dai, 2017), relativement peu de travaux ont examiné la manière dont les promesses de l’investissement d’impact se matérialisent dans des pratiques. Mais plus largement, quand elle aborde des enjeux pratiques, la littérature en sociologie économique sur les marchés moralisés examine le plus souvent la morale au prisme des dispositifs de jugements, comme des labels ou standards, et les controverses autour de ces dernières (Balsiger, 2014, 2016a ; Dubuisson-Quellier, 2013, 2018b ; Le Velly, 2012 ; Reinecke, Manning et Von Hagen, 2012). En revanche, plus rares sont les travaux sur les pratiques concrètes des acteurs marchands

¹⁵¹ Nous renvoyons également à l’introduction de la thèse, où nous exposons les principes centraux de l’impact investing.

¹⁵² Issu d’une vidéo promotionnelle sur le site *web* du GIIN.

(Steiner et Trespeuch, 2015), et en particulier qui examinent le lien étroit entre ces pratiques et leurs moralités : quels produits sont mis en vente, comment, auprès de quels consommateurs, selon quelles modalités et moralités ?

Ainsi, comment identifier de telles moralités, en partant de cet espace des pratiques hétérogènes ? Pour atteindre cet objectif, nous nous référons ici aux travaux de Gabriel Abend (2010, 2014), et en particulier à la distinction qu'il opère entre la moralité de premier et de second ordre (*first and second-order morality*). La moralité de premier ordre se rapporte aux conceptions morales s'exprimant dans des pratiques ou dans des discours ; par exemple, elle est à l'œuvre lorsqu'on affirme que prendre le train est plus moral que prendre l'avion, car cela garantit un bilan carbone réduit. La moralité de second ordre, également appelée *moral background*, fait référence aux principes qui permettent et structurent la moralité de premier ordre. Par exemple, on pourrait supposer que l'arrière-plan moral de la proposition du précédent exemple serait la croyance dans l'importance de l'action individuelle pour faire le bien, ou encore le conséquentialisme, estimant que la moralité est ancrée dans les conséquences des actions. Si nous avons déjà pu mettre en évidence une certaine unité dans le *moral background* utilisé par les promoteurs de l'impact investing, notamment à travers le recours à un discours « gagnant-gagnant »¹⁵³ (Burnier, Balsiger, Kabouche, 2022), nous nous concentrerons ici sur la moralité de premier ordre à l'œuvre dans le champ de la finance d'impact genevoise, pour mettre en évidence les variations qui la caractérisent. En effet, dans la conception d'Abend, la moralité de premier ordre peut être subdivisée en deux strates. La première réfère aux pratiques et aux attitudes, et la seconde, aux jugements et aux croyances—les deux étant liées. Dans cette section, nous nous inscrivons dans cette double perspective, en faisant une analyse croisée des pratiques à l'œuvre et des modes de justifications morales mobilisées par les acteurs qui les portent pour mettre au jour les moralités structurant les pratiques de l'impact investing à Genève.

Avec ces objectifs en vue et dans le cadre de ces perspectives théoriques, nous analyserons successivement les principes moraux de deux grands aspects des pratiques d'investissements selon les différents pôles de l'espace des pratiques que nous avons identifiés. Cette identification des moralités se fera selon deux enjeux pratiques. Premièrement, nous examinerons la focale des investissements réalisés, leur localisation géographique, les types de bénéficiaires (ou *investees*, *i.e.*, les entreprises ou individus financés) sélectionnés et le rapport à ces derniers (**i.**). Deuxièmement,

¹⁵³ Ce point fait référence à une caractéristique classique du discours des investisseurs à impact, s'appuyant sur l'idée qu'il est possible de faire le bien, tout en générant des bénéfices, *i.e.*, que les fonctions traditionnelles des marchés financiers sont entièrement compatibles avec une approche soucieuse des individus de la planète. Cette conception s'oppose à l'idée d'un jeu à somme nulle, où le bonheur des uns ferait le malheur des autres.

nous observerons les conditions techniques des investissements réalisés, en questionnant notamment l'opposition entre investissements privés et listés (ii.). Ces analyses révéleront qu'il existe une grande disparité entre les moralités qui régissent ces pratiques de l'impact investing au sein de ce même espace. Bien que cette variabilité y génère des désaccords et des oppositions, elle ne tranche pas en faveur de l'une ou l'autre des conceptions. Nous chercherons alors à expliquer le maintien et la stabilité de cette coexistence de moralités variables au sein des pratiques.

i. Cadrage moral et objectifs des investissements : des rapports variés aux bénéficiaires, mais une même croyance dans l'efficacité du marché

Dans l'identification des différents pôles de pratiques de l'impact investing à Genève, nous avons mis en évidence des rapports variés aux bénéficiaires de ces investissements. Alors que certains *asset managers* se concentrent sur des MFI dans des pays en développement, d'autres investissent dans des startups à but environnemental, ou encore dans de grands groupes cotés en bourse. Nous verrons dans cette section que ces différentes approches pratiques reposent sur des éléments de moralité de premier ordre (Abend, 2014) relativement disjoints, nourrissant notre argument initial sur les moralités variées dans le champ. Nous examinerons successivement trois types de moralités différentes concernant le rapport aux bénéficiaires des investissements. Nous les nommons ainsi : une morale d'assistance, de responsabilisation et d'inclusion (1.), une morale reposant sur la circularité de l'économie (2.), et une morale de l'investisseur (3.). Nous terminerons en remarquant que les grandes divergences entre ces moralités sont compensées par leur proximité sur le plan de la croyance dans l'efficacité des marchés (4.).

Microfinance et marchés émergents : venir en aide aux populations défavorisées

Comme nous l'avons vu dans le premier chapitre, le développement de l'impact investing genevois s'est fortement structuré autour des pratiques de microfinance, qui ont elles-mêmes dérivé vers des pratiques d'investissements plus variées au sein des marchés émergents. Ensemble, ces deux volets de pratiques renvoient aux pôles microfinance et marchés émergents identifiés dans la section précédente. En ce qui concerne le rapport aux bénéficiaires, le focus géographique et les objectifs d'impact, ces pratiques renvoient à des moralités communes, que nous allons ici mettre en évidence. En se focalisant sur des pays en développement et sur l'inclusion de leurs populations dans les systèmes financiers, elles se construisent sur l'idée qu'il faut venir en aide à ces populations, selon trois principes, liant *assistance*, *responsabilisation* et *inclusion* de celles-ci. Il s'agit là de catégories qui ne

sont pas présentées comme telles par les acteurs, mais que nous synthétisons à partir de l'analyse des discours qu'ils tiennent sur leurs pratiques.

La notion de responsabilisation est centrale, mais nous ne nous attarderons pas dessus car nous avons déjà montré dans le premier chapitre en quoi elle est au fondement des principes de la microfinance commerciale : plutôt que de donner de l'argent, l'idée est de réaliser des prêts productifs—par l'intermédiaire des MFI—censés donner aux bénéficiaires la possibilité de s'autonomiser financièrement, sur le long terme : « *on prête de l'argent, et avec 100 dollars, on change la vie des gens* », le résume ainsi Philip Schneider, qui avait porté avec ferveur le développement de la microfinance commerciale (*cf.* chapitre 1). Cette notion de responsabilisation, si elle reste à l'origine du principe de la microfinance telle qu'elle est encore pratiquée aujourd'hui à Genève, n'est toutefois pas la catégorie morale principalement mobilisée par les acteurs du champ lorsqu'ils présentent leurs pratiques¹⁵⁴. Ce sont plutôt sur les notions d'assistance et d'inclusion que ceux-ci insistent.

L'assistance est une catégorie morale dérivée de pratiques précises. En effet, nous avons vu que les pôles de pratiques 1 et 2 (microfinance et marchés émergents) accompagnent souvent leurs investissements de services de *technical assistance* et de *capacity building* (TA et CB). Ces services sont au cœur des principes moraux attachés aux pratiques de ces deux pôles, reposant sur la notion d'aide directe apportée aux populations. Dans ce cadre, TA et CB, sont à la fois des moyens d'assister ces bénéficiaires, tout en s'inscrivant indirectement dans les logiques de responsabilisation aux fondements de la microfinance. En effet, l'idée n'est pas seulement d'assister, mais aussi de « *former* » et « *influencer* », toujours avec cette idée de rapport fort—et souvent direct—avec les bénéficiaires, comme l'indique Claire Delastre, manager chez Omnis :

« Je pense que c'est aussi peut-être là où on peut plus les influencer, parce que nous, [...] on a tout ce programme d'assistance technique qu'on offre. Donc je pense que c'est pour ça que c'est intéressant vraiment au niveau de l'impact réel, c'est que, ben voilà, on a beaucoup, nos collègues passent beaucoup de temps à discuter et ils sont très impliqués avec les directions des compagnies dans lesquelles on investit. Il y a pas mal, voilà, de formations au niveau de l'assistance technique. » (Claire Delastre, manager, Omnis)

Enfin, toujours selon cette idée de venir en aide aux populations et entreprises situées dans des pays en voie de développement, on trouve, aussi bien dans les pratiques traditionnelles de microfinance (pôle 1) que dans les pratiques orientées vers les marchés émergents (pôle 2), un principe d'« inclusion », qui s'est même matérialisé à travers le concept de *financial inclusion*, au

¹⁵⁴ Cela est potentiellement lié aux crises de légitimité des premiers modèles de microfinance commerciale.

moment des crises de la microfinance commerciale et de ses relabellisations, et repris par des analystes d'impact comme Palash Shankar, chez Harmony :

« C'est de favoriser l'inclusion dans le système financier de ces micro-entrepreneurs, des PME et ceux qu'on appelle les *low-income households*, donc les ménages à bas revenu, [...] pour [les] aider [...], en fait. Donc, une des contraintes qu'ils ont, c'est l'accès à du financement. Donc nous on est là un peu pour faire le pont entre leurs besoins au quotidien de financement. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

La notion d'inclusion financière présuppose ainsi la nécessité d'inclure dans le système financier les populations et entreprises qui d'ordinaire n'y auraient pas accès (en leur faisant bénéficier des services des MFI), mais aussi d'intégrer les PME de pays en développement qui ne peuvent pas bénéficier de services de MFI (car elles sont trop grandes), sans pour autant avoir accès à d'autres capitaux. Le terme indigène, aussi en employé dans le milieu du développement, pour parler de l'inclusion de ces PME est le « *missing middle* » :

« *Missing middle*, c'est donc les PME dans les pays émergents qui n'ont pas accès aux financements. Donc on n'est pas que sur la micro, on intègre aussi ça. Ça, je dirais que c'est un double effet, c'est à la fois nous, par rapport au terrain, où on a vu qu'il y avait des demandes de la part d'institutions pour ce type de financements. Il y avait des banques de taille plus ou moins moyenne qui avait besoin d'être financées pour ce segment, et puis aussi tout un concept au niveau théorique, avec la banque mondiale qui définit *missing middle* [...]. C'est un petit peu, je dirais, des interactions qui font évoluer. Il y a une réalité terrain, s'il n'y avait pas de financements, on n'évoluerait pas. Mais il y a aussi toute une volonté, je dirais, [de mettre ça en avant]. Donc ça c'est le premier mouvement mais ça reste un peu interne, dans la finance inclusive. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

Il est utile d'analyser le choix de l'expression *missing middle*. Notons en effet que le terme *missing*—c'est-à-dire « manquant »—renvoie à l'idée selon laquelle la finance aurait un devoir d'inclusion de toutes les entités économiques, y compris celles qui sont trop petites ou trop grandes pour les dispositifs existants. Cette idée est véhiculée dans des documents promotionnels de différentes organisations du champ, comme Omnis :

“Omnis +¹⁵⁵ uses a gender lens to address the key financing gap for the Sustainable Development Goals (SDGs) in developing countries: debt financing for the ‘Missing Middle’, namely SDG-related SMEs¹⁵⁶ that are too big for microfinance and too small for local banks.” (Site web d'Omnis)

En somme, les pratiques d'investissements des pôles 1 et 2 renvoient à des moralités réaffirmées par des discours axés sur l'aide apportée à des individus ou organisations issus de pays en développement, exclus, et vus comme des entités à réintégrer dans un système financier qui leur donnerait les moyens de s'autonomiser. Bien sûr, cette conception a fait l'objet de contestations,

¹⁵⁵ Omnis + est l'un des fonds de l'*asset manager* Omnis.

¹⁵⁶ PME, en anglais.

en particulier au moment des drames humains et économiques des crises de la microfinance, comme nous l'avons présenté dans le chapitre 1. Malgré ces critiques, les acteurs qui revendiquent ces approches utilisent des régimes de justification (Boltanski et Thévenot, 1991) basés sur l'efficacité de l'action marchande dans la résolution des problèmes, rappelant une éthique du « solutionnisme » (Nachtwey et Seidl, 2020), en l'occurrence financier (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022). Voici ainsi ce que répond Pierre-Luc d'Autane (Lime), lorsqu'on lui expose les critiques adressées à la microfinance sur l'endettement de populations défavorisées, et les suspicions émises quant au rôle du marché dans leur prise en charge (par exemple, par rapport à l'action des ONG) :

« Je vais te donner un exemple. Il y a quelques années en microfinance, au Mexique, on a eu ce débat entre une ONG et une banque de microfinance ; et l'ONG disait 'vous, financiers, là, votre truc d'impact, c'est scandaleux, vous faites du fric sur le dos des pauvres, vous êtes des requins de Wall Street qui débarquez dans la jungle du Mexique, c'est n'importe quoi.' Et moi je répondais toujours plusieurs choses. La première c'est, 'bon, votre ONG, elle existe depuis combien de temps ?' 'Ah, on est là depuis 40 ans.' 'Ah oui, super. Et vous avez aidé combien de personnes ?' 'Oh ben, je sais pas, 10 000, 20 000 personnes.' 'Bien, bien. Et votre taux d'intérêt à ces gens à qui vous faites de la microfinance, ils est à combien ?' 'Oui mais, comprenez, c'est pas toujours facile...' 'Non, non, non. Il est de combien ?' 'Bon. 60%.' 'Ah oui, d'accord. Donc vous m'expliquez que vous, ONG, vous faites des prêts à 60%, annuels, et que vous aidez 10 000 personnes ou 20 000 personnes depuis 40 ans. Laissez-moi vous présenter la banque X. Elle existe depuis 5 ans. Elle sert 500 000 personnes. Son taux d'intérêt actif est de 25% et, oui, elle fait du profit. C'est qui le plus social ? C'est l'ONG ou c'est la banque ? » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus, puis de Lime)

La fin de cet extrait est instructive, car en affirmant que la banque est « *plus sociale* » que l'ONG parce qu'elle touche plus de monde, et d'une manière supposément plus efficace, Pierre-Luc d'Autane met en équivalence l'idée de l'efficacité de la finance avec la moralité de la pratique de la microfinance (ce qui « *est le plus social* »). Finalement, les trois axes de moralité de premier ordre structurant la microfinance et l'impact investing des *frontier markets* (marchés émergents) sont construits sur la notion d'aide apportée à des populations, mais aussi sur le présupposé de l'efficacité et de la responsabilité du marché—qui doit, selon ces principes, *inclure* ces populations en son sein.

Nous allons à présent voir que, en dehors de ce dernier présupposé sur l'efficacité des marchés, le troisième pôle pratique, orienté vers l'impact environnemental, charrie des moralités relativement éloignées de celle des deux premiers pôles, accordant une place bien différente au rapport avec les bénéficiaires.

L'impact investing « environnemental » : régénération, circularité, et harmonie

Nous analyserons ici les moralités attachées aux pratiques du troisième pôle, que nous avons appelé « environnemental ». À la différence des approches en termes de microfinance, *financial inclusion*, ou

frontier markets, les pratiques du pôle environnemental ne se concentrent pas sur une aide apportée à des populations défavorisées *via* des investissements à impact, mais plutôt sur les supposées vertus environnementales des entreprises financées. Pour examiner les enjeux de cette moralité de premier ordre, nous nous appuierons sur le cas topique de Regenae, qui est, comme nous l'exposons plus haut, la plus claire incarnation de ce pôle de pratiques, bien que d'autres entreprises, comme Steelax, empruntent aussi à des pratiques et justifications morales similaires.

Chez Regenae, l'accent n'est pas mis sur des populations ou entreprises issus de pays défavorisés, sur leur inclusion dans le système financier, ou encore sur l'assistance et la responsabilisation à leur apporter. D'ailleurs, les investissements n'incluent pas de service de TA, ni de CP ; et pour cause, l'essentiel de ces investissements sont réalisés dans des pays développés, comme nous le soulignons plus haut dans la présentation des pôles de pratiques. D'après les dirigeants de l'entreprise, ce focus géographique sur le monde occidental n'est pas un choix idéologique, mais plutôt le résultat de leur réseau de connaissances, plus développé au sein de cette partie du globe. Quelle qu'en soit l'origine, cet axe implique des pratiques d'impact investing ne reposant pas sur une aide apportée à des populations du Sud Global. En effet, la morale des pratiques de Regenae est localisée dans d'autres principes. Sur la page principale du site *web* de l'entreprise, on peut lire, sous le logo, la mention « *Capital Regenerated* ». Plus qu'un slogan, cette idée de capital, ou d'économie régénératrice est omniprésente dans la justification morale des pratiques de l'entreprise. Elle s'appuie sur l'idée que l'impact investing doit financer des entreprises assurant une forme d'harmonie dans l'utilisation des ressources naturelles, ainsi que dans le traitement équitable des communautés locales (même si cette dimension sociale n'est pas principale dans les investissements réalisés, comme montré plus haut). Lorsque nous l'interrogeons sur la signification de ce concept d'économie régénératrice, Clothilde Heger, manager en investissement et impact à Regenae, précise ses objectifs, mais aussi les vertus qu'elle lui attribue :

« L'idée [de l'économie régénératrice], c'est de rendre à la nature ou à la société ce que l'on consomme. C'est pas seulement éviter un impact négatif, c'est créer de l'impact positif. C'est un terme assez holistique dans l'impact puisque nous on le définit comme une économie à la fois circulaire, collaborative, locale, fonctionnelle et biomimétique. Et en fait, tout ça, ça prend en compte des aspects sociaux, environnementaux, de gouvernance et de *leadership*. [...] C'est assez holistique et large, et nous on a décliné, dans notre façon d'aborder l'économie régénératrice, dans notre processus d'investissement, on l'a décliné en quatre objectifs, qui sont l'optimisation de l'utilisation des ressources naturelles, la mise en place de systèmes de production et de consommation circulaire, la promotion de chaînes de valeurs équitables et la participation, la contribution au développement de communautés locales. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Cette notion d'économie régénératrice est d'ailleurs inspirée de concepts plus anciens, comme l'économie circulaire, qui a donné lieu à des travaux au croisement de disciplines variées, entretenant un certain flou sur l'acception de ce concept (Geissdoerfer et al., 2017 ; Korhonen,

Honkasalo et Seppälä, 2018). La moralité d'une telle approche n'est donc pas centrée sur l'aide apportée à des bénéficiaires, mais sur une conception plus globale—« *holistique* », pour reprendre les termes de Clothilde Heger—de ce que doit être un investissement éthique, essentiellement centré sur la gestion des ressources naturelles, d'où le focus de Regenae sur les investissements dans des entreprises de l'agroalimentaire, notamment selon des principes d'agriculture biologique, ou encore végétale :

« Alors, l'économie régénératrice est un concept qui a été développé... enfin, sur lequel travaillent des universitaires, d'autres organisations. On parle surtout d'agriculture régénératrice. C'est un peu le concept qui a inspiré ça. Après aujourd'hui, je connais aucun autre acteur de l'investissement ou de l'impact investing qui est positionné sur l'économie régénératrice. Il y en a quelques-uns qui le sont sur l'économie circulaire et on est assez proche de ça. [...] Voilà, après comme en général, aujourd'hui, comme c'est peu répandu, nous comme on le présente, on dit économie circulaire et régénératrice. Pour se relier à quelque chose, et pas rajouter un truc sorti de nulle part... » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

En somme, le cas de Regenae, caractéristique du pôle de pratiques environnemental, présente une tout autre moralité pratique que la précédente : ici, aucune emphase n'est mise sur un lien privilégié avec les bénéficiaires, ni sur la nécessité de leur inclusion dans un système financier conçu comme efficace. L'accent est plutôt mis sur un objectif de réparation des principes de circularité de l'économie, avec un focus particulier sur les enjeux environnementaux et la préservation des ressources naturelles. Cet exemple nous permet ainsi de voir en quoi les pôles de pratiques hétérogènes mis en évidence sont aussi connectés à des moralités qui leur sont propres et qui se distinguent les unes des autres. Cela étant dit, il est utile de remarquer que le cas de Regenae présente une similarité avec le précédent en ce qui concerne le rôle de l'économie : le concept d'économie régénératrice présuppose en effet une capacité du capital (« *regenerated* ») à réparer de telles chaînes de valeur. Ainsi, une croyance forte dans l'efficacité de la finance pour résoudre les problèmes de notre temps est également au fondement de cette conception morale, bien que moins apparente que dans le cas de la microfinance et de l'investissement dans les marchés émergents.

L'impact investing mainstream : l'impact de l'investisseur ?

Finalement, nous allons ici examiner la moralité structurant les pratiques au sein du pôle *mainstream*. Pour rappel, ces pratiques—dont l'entreprise Hecate est le meilleur exemple dans le champ de l'impact investing genevois—consistent en des investissements réalisés dans des entreprises qui n'ont parfois pas un cœur de métier focalisé sur la création d'impacts dits positifs, ou *a minima* des entreprises de grande taille, déjà installées, et, dans les cas les plus extrêmes, des multinationales. C'est donc un modèle très différent de celui de la microfinance ou de la finance inclusive, visant des petites et moyennes structures exclues des canaux de financement classiques ; mais aussi

différent du pôle des pratiques de l'impact « environnemental », qui soutient aussi principalement des sociétés en phase de croissance. De ce point de vue-là, on peut s'attendre à ce que les moralités de ces pratiques plus *mainstream* soient encore différentes des précédentes.

En effet, en se focalisant sur le cas d'Hecate, on observe une moralité des pratiques qui ne se concentre ni sur le rapport étroit avec et l'inclusion de populations ou entreprises de pays défavorisés, ni sur le soutien apporté à des entreprises en croissance qui portent des projets orientés vers un fort impact environnemental. Ici, l'impact investing s'appuie en réalité davantage sur le rôle des investisseurs, que sur celui des *investees*. Lorsque nous abordons la question des buts environnementaux et sociaux d'Hecate, Caroline Dubas, responsable de la division recherche, décrit la figure d'un investisseur qui, en arbitrant entre plusieurs *investees*, envoie au marché ce que les économistes appellent des « signaux » (Spence, 1973) :

« Je crois qu'il faut différencier deux choses : il faut différencier l'impact de l'investisseur et l'impact de l'entreprise. Alors nous, chez Hecate, aujourd'hui, on investit dans les entreprises qui ont un impact voilà donc il y a une nuance—qui a l'air assez fine, mais elle est assez importante—c'est vrai que nous, notre objectif, c'est d'allouer du capital pour permettre en fait—à ces entreprises de croître—alors on parle beaucoup dans l'investissement à impact de l'additionnalité : comment est-ce qu'on peut déterminer si effectivement on n'avait pas alloué ce capital-là que l'impact ne se serait pas produit non plus ? [...] Je pense que l'intention que nous on a, c'est effectivement de donner un message assez clair : c'est que le marché aujourd'hui doit favoriser ce type d'entreprises ; donc il y aura quelque part une forme d'impact sur le coût du capital à un moment donné. »
(Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

La dernière partie de la citation est assez parlante sur le plan de l'ambition morale d'une telle approche de l'impact investing : l'idée de ces investissements est de favoriser, à l'échelle du marché, certaines entreprises, plutôt que d'autres, autrement dit, « *de donner un message* ». Cette approche est très différente des précédentes, puisqu'elle vise moins un service apporté à des bénéficiaires en manque de financement, qu'un soutien symbolique à la cote de l'action d'une entreprise dont les pratiques sont jugées comme étant plus positives¹⁵⁷ que celles des autres sur la société ou l'environnement—avec toute l'incertitude que ce jugement peut porter. C'est donc une manière relativement indirecte de réaliser des impacts, qui s'appuie sur des conceptions très traditionnelles du fonctionnement des marchés, supposant notamment un lien mécanique entre la représentation financière des entreprises et leur action dans l'économie des biens et services (voir, par exemple, Barber et Odean, 2008 ; Fama, 1970).

¹⁵⁷ Pour juger une entreprise plus positivement que d'autres, ces *asset managers* doivent malgré tout déployer une conception des impacts de celle-ci. Nous verrons, plus loin dans ce chapitre, que pour cela, ces *asset managers mainstream* (en particulier Hecate) adoptent une conception modélisée et quantifiée des impacts de leurs *investees* (à défaut d'avoir une conception forte sur leurs impacts directs et leurs objectifs). Celle-ci est basée sur le type d'activité de l'*investee*, les secteurs principaux dont il tire ses revenus—permettant de dégager des valeurs standards et des scores sur l'impact carbone, l'utilisation de l'énergie, et ainsi de la positionner par rapport au reste du marché.

Lorsqu'on lui pose la question de la difficulté qu'il peut y avoir à juger de l'impact d'un investissement dans une entreprise déjà grande, établie, bien financée, et installée sur un marché public, Caroline Dubas met en avant le rôle de l'engagement des actionnaires, tout en soulignant les limites de cette approche :

« Alors c'est vrai que sur les marchés publics, c'est difficile de dire 'c'est notre participation qui a fait en sorte que l'entreprise ait pu déployer sa stratégie de croissance, etc.' [...] C'est vrai que l'impact de l'investisseur direct, il est uniquement mesurable, on va dire, s'il y a pas un autre capital qui vient en concurrence ou alors si effectivement en tant qu'actionnaire on est suffisamment vocal au niveau de l'engagement ou des droits de vote, pour effectivement influencer la stratégie de l'entreprise—ce qui, étant dit, le rôle de l'actionnaire, il faut quand même le revoir : on peut exiger de la transparence, on peut exiger, en fait, un certain nombre d'informations de la part des entreprises... Maintenant, la manière dont les choses sont organisées en termes de bonne gouvernance, c'est qu'on a un conseil d'administration qui, lui, est en charge de la stratégie d'entreprise, donc je suis pas forcément une grande adepte de venir m'immiscer dans cette dynamique-là, on va dire. Par contre, effectivement, être vocal quand il y a rien qui est fait, quand il n'y a rien qui est en tout cas transmis à l'actionnaire comme information sur ses stratégies ou ses impacts, là effectivement on peut être vocal. Mais par exemple, je prends juste un exemple qui était assez... on va dire, révélateur, sur cette question d'exercice de droit vote, notamment aux Etats-Unis. C'est surtout aux Etats-Unis, parce que là, effectivement, c'est très facile de poser une résolution d'actionnaires, à l'inverse de beaucoup d'autres pays—et il y a eu un certain nombre de résolutions d'actionnaires qui demandaient à certaines sociétés, type Facebook ou autres, de devenir une société d'utilité publique. Voilà, alors là, à un moment donné, je comprends la dialectique, ou en tout cas le raisonnement, mais je pense pas que ce soit à l'actionnaire de pousser dans ce sens-là, voilà. C'est là où je trouve qu'il y a des limites. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

L'engagement actionnarial décrit par Caroline Dubas est loin d'être une pratique nouvelle (Ferraro et Beunza, 2014 ; Soule, 2009 ; Waeger et Mena, 2019). Elle s'appuie sur l'idée que les actionnaires, représentés dans les conseils d'administration, ont une marge de manœuvre sur les orientations de l'entreprise, et que ce pouvoir peut être utilisé pour favoriser des décisions aboutissant à des impacts sociaux et/ou environnementaux positifs.

En fin de compte, cette approche plus « *mainstream* » de l'impact mise essentiellement sur une pratique plaçant l'investisseur au cœur de la moralité économique, par les signaux qu'il envoie sur les marchés financiers, ou le pouvoir qu'il exerce au sein des sociétés dont il possède des parts, alors que les autres approches sont plus focalisées sur l'impact direct des entreprises bénéficiaires, ou les populations qui bénéficient des investissements en dernier ressort.

Expliquer la diversité des moralités idiosyncrasiques

Au terme de la comparaison des différentes conceptions morales attachées aux pratiques observables au sein du champ de l'impact investing genevois, on observe ainsi de grandes disparités, liées à des moralités particulièrement hétérogènes. Alors que certains s'appuient sur des conceptions d'assistance et de responsabilisation des populations du Sud Global, d'autres prônent

une économie circulaire, ou encore un engagement actionnarial dans des grands groupes cotés en bourse. Cela nous permet d'observer des rapports très contrastés aux bénéficiaires finaux desdits impacts, tantôt au centre des projets d'investissement, tantôt passés sous silence. La variabilité morale n'est pas particulièrement rare au sein des marchés dits « moralisés ». En effet, Balsiger (2021) rappelle ainsi que les « *moralized markets are composed of a plurality of actors whose understanding of and commitments to moral principles are varying. They are not characterized by one overarching moral “quality convention” that distinguishes them from their conventional market “cousin”. Rather, they consist of a number of subtly differentiated quality conventions corresponding to different locations in the field, and distinguished by specific market devices that signal and make visible internal differences* » (Balsiger, 2021, p. 64). Cette diversification résulte ainsi des dynamiques du champ, exprimées dans la « proposition 1 » de Balsiger (2021) : « *Due to their dynamics of interaction, moralized market fields are always characterized by internal diversification* » (p. 75). Autrement dit, les acteurs de ces champs se livrent à des jeux de distinction et sont soumis aux évolutions des rapports de force et des dynamiques du champ, ce qui donne lieu à l'émergence d'une variété d'approches morales. Dans notre cas, nous avons observé ce phénomène, notamment dans le chapitre 1, à la suite d'interactions entre les acteurs principaux du champ, avec la transformation du *field frame* initial, orienté vers la microfinance, vers un *frame* « impact », donnant lieu à des pratiques plus diversifiées qui, comme montré ci-dessus, renvoient à des moralités différentes. Ainsi, il est courant qu'un marché moralisé autour d'une cause se caractérise par des variations dans l'intensité ou les conceptions de ladite cause. Par exemple, pour ce qui concerne la cause animale, son espace de la cause (Bereni, 2009) inclut des acteurs plus ou moins radicaux, certains insistant sur la nécessité d'une consommation entièrement végétane, et d'autres se satisfaisant du développement de produits « seulement » végétariens (Kabouche et Dubuisson-Quellier, 2020). Cependant, dans le cas de l'impact investing à Genève, ces variations sont plus fondamentales, car elles se concrétisent dans des moralités appuyées sur des causes différentes : environnement, populations défavorisées, action auprès de grandes entreprises... Notre cas fournit ainsi une version forte de l'argument de Balsiger (2021) ; il pose ainsi la question du maintien de ces variations fondamentales de moralités des pratiques, au sein du même champ.

Dans la suite des explications apportées dans la partie précédente de ce chapitre, nous proposons de voir deux grands facteurs permettant à ces variations de se maintenir. Premièrement, de par la forte endogénéité du champ étudié, les pratiques qui s'y développent résultent d'une grande coopération entre les acteurs marchands, jouissant d'une certaine autonomie dans la définition de leur pratique et employant un usage stratégique (et non régulé) du terme « impact investing ». Par exemple, Green Lotus doit sa moralité pratique « d'assistance aux pays du sud » à son

positionnement historique dans la microfinance genevoise, là où Hecate a une moralité pratique plus *mainstream* en raison de son arrivée tardive sur le marché de l'impact et de sa dépendance directe à une banque privée en finance conventionnelle. Ces moralités très idiosyncrasiques s'expliquent ainsi par les dynamiques endogènes de l'émergence et de la stabilisation du champ genevois, qui valident les variations liées aux évolutions historiques des différentes entreprises. Deuxièmement, cette dimension endogène se manifeste aussi d'une autre manière. En effet, si ces moralités variées sont disjointes en ce qu'elles se rattachent à des pôles de pratiques différents, elles se rejoignent dans certains leurs présupposés idéologiques. Nous avons en effet montré, dans chacun des trois cas, comment ces morales pratiques s'appuient systématiquement sur la croyance forte dans l'idée selon laquelle les mécanismes du marché servent le projet moral de l'impact investing, que ce soit en incluant des populations, en garantissant la circularité des chaînes de valeur, ou en régulant les plus grands groupes par l'engagement actionnarial. Ces présupposés moraux en faveur d'un marché vertueux (Fourcade et Healy, 2007) sont à mettre en lien avec les dynamiques endogènes dont l'importance a déjà été plusieurs fois présentée dans notre étude de cas. Pour rappel, l'endogénéité à laquelle nous faisons référence a deux principales significations : d'une part, elle désigne la dimension interne, interconnectée, et dense des mécanismes et réseaux sociaux du champ financier genevois dans lequel l'impact investing s'est développé ; d'autre part, elle se rapporte plus spécifiquement aux logiques financières de ce même champ.¹⁵⁸ Ainsi, quand on observe le rattachement des diverses moralités de l'impact genevois aux mêmes présupposés sur l'efficacité des marchés, il est utile d'analyser ce fait au prisme du deuxième type d'endogénéité. Autrement dit, le fait que, malgré leur autonomie morale, les acteurs de l'impact genevois se rattachent tous à une croyance dans l'efficacité des marchés financiers, peut être attribué aux logiques internes de la pratique de l'impact investing, tel qu'il s'est développé dans le champ, autour d'acteurs et d'institutions marchandes, relativement étanches aux prescriptions externes à la sphère financière et animées par les principes de cette dernière. Ces deux raisons permettent alors en partie de comprendre comment ces moralités diverses se maintiennent sans grande difficulté dans le champ.

ii. Privé ou listé ? Les fractures morales entre les classes d'actifs

Au-delà des différences de moralités s'exprimant dans les pratiques à l'égard des bénéficiaires des investissements, un enjeu central concerne le choix de la classe d'actif. Comme mentionné à

¹⁵⁸ Bien entendu, ces deux logiques sont fortement imbriquées, car elles reposent sur une mise à l'écart à la fois des champs externes et de leurs logiques, pour favoriser les mécanismes plus traditionnels de l'écosystème financier de la ville.

plusieurs reprises, la majorité des investissements à impacts à Genève sont réalisés sur les marchés de gré à gré, en *private debt* ou *private equity*. À cette pratique visant des entreprises en phase de croissance, s'oppose une approche positionnée sur les marchés publics, c'est-à-dire les bourses financières : le *listed debt* ou *listed* (ou *public*) *equity*. En identifiant les différents pôles de l'espace des pratiques, nous avons montré que les investissements réalisés sur les marchés listés constituent l'élément caractéristique du pôle *mainstream*, incarné par Hecate, mais auquel empruntent également d'autres *asset managers*, en particulier le pionnier de la microfinance commerciale, Green Lotus. Nous allons voir que de fortes ruptures morales s'opèrent entre l'approche *mainstream* des marchés publics et celle—plus caractéristique des débuts de l'impact investing—se focalisant sur des transactions de gré à gré.

Cette comparaison nous permettra de mettre en évidence, une fois de plus, l'hétérogénéité des moralités à l'œuvre dans le champ, la faible recherche d'harmonisation de ces dernières, mais aussi la manière dont l'opposition *private/public* structure ces variations et construit les différentes conventions de qualités que nous identifierons à la fin de cette partie du chapitre. Mais avant de parvenir à ces conventions, nous commencerons par examiner successivement—dans cette comparaison entre listé et privé—trois enjeux pratiques et les enjeux moraux qui s'y rapportent. D'abord, nous interrogerons les objectifs de rendement et de risque (1.). Puis, nous verrons que de ces considérations pratiques découlent deux autres problématiques centrales : la temporalité des investissements (2.), et le profil des entreprises bénéficiaires (3.). Nous finirons par examiner la manière dont cette diversité morale est là encore stabilisée par une certaine indifférence des acteurs du champ face à celle-ci, et leur croyance dans les forces régulatrices du marché (4.).

Privé vs listé — Rendement, risque, impact : des philosophies d'investissement différentes

Une formule souvent utilisée par nos enquêtés pour parler de leur pratique de l'impact consiste à dire qu'à la différence d'un investissement classique, l'investissement à impact ajoute, aux calculs de bénéfices et de risques, la notion d'impact environnemental ou social, comme une nouvelle variable dans les modèles des analystes financiers :

« Alors en gros, dans l'investissement classique, on évalue un investissement sur deux critères : le retour et le risque. Ben nous, on a trois critères, c'est une pyramide. C'est : retour, risque, impact. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Bien que l'enjeu de l'impact soit central dans le projet revendiqué de ces *asset managers*, la question du risque et du retour reste un critère de sélection des investissements. Nous verrons dans cette

section qu'entre les approches du pôle *mainstream* et les autres, différentes conceptions morales s'affrontent au regard de cet équilibre, en particulier en ce qui concerne le risque des investissements effectués.

Comme nous l'avons vu, la plupart des investissements d'impact observés dans les pratiques des *asset managers* genevois reposent sur la prise de participation ou l'achat de dette auprès d'entreprises à un stade de développement relativement précoce. Ce mode d'investissement s'accompagne d'un risque relativement élevé, également assorti de gains potentiels élevés dans le cas où le projet financé est un succès. Ces investissements risqués se rapportent à des profils d'investisseurs particuliers, souvent présentés comme peu averses à la perte de capital, et visant un rendement particulièrement élevé en misant sur des entreprises qu'ils estiment prometteuses. C'est ce qu'indique Raphaël Brunner, directeur exécutif de Transform, quand il explique qu'il a dû faire appel à des capitaux familiaux pour lancer les premiers investissements, particulièrement risqués, de la firme :

« On a investi pas mal de capital [...] dans le fonds. Et puis encore après [...] on a décidé une *junior share class*¹⁵⁹ [...]. Et là, j'avais prévu, moi, d'investir dedans, et puis il y a plusieurs investisseurs qui [l'ont fait aussi] ; voilà j'ai accepté ceux qui étaient vraiment très proches, mes parents. Je leur ai dit, ok, si vous voulez, mais attention vous pouvez tout perdre. [...] Alors nous comme on fait de la dette, on prend pas le risque de startups ou *early-stage*. On finance des entreprises qui sont en phase de croissance. Et donc elles doivent avoir un chiffre d'affaires déjà d'au moins 1 million et demi. Elles doivent avoir un produit, un marché, des clients déjà définis. Et nous, on est là pour accélérer leur croissance. Et il y a eu quelques cas où on est allé trop tôt justement et là on a eu de la casse. Donc voilà. C'était un des critères de perte en fait. On s'est rendu compte. Enfin, un des critères communs de pas mal de boîtes qui ont fait défaut. Ils avaient moins d'un million et demi de chiffre d'affaires. » (Raphaël Brunner, directeur exécutif, Transform)

Cette approche se rapporte en fait à un profil d'investisseur classique et préexistant à l'impact investing, celui de l'*angel investor* (ou la catégorie similaire du *venture capitalist*) [Edelman, Manolova et Brush, 2017]. Dans le cas de l'impact investing, ce profil se caractérise par une moralité davantage fondée sur l'objectif d'impact que sur celui du rendement financier, comme le laisse entendre Raphaël Brunner, en expliquant que son but était de lancer le fonds, coûte que coûte, avec un risque élevé de « *tout perdre* ».

À l'autre extrémité du spectre, au sein du pôle de pratiques *mainstream*, se trouvent les investissements dans des entreprises listées. Celles-ci ne sont généralement plus en phase de croissance, et la prise de participation (ou de dette) auprès de ces dernières s'accompagne *a priori*

¹⁵⁹ Dans le cas des entreprises auprès desquelles nous avons enquêté, il est également courant que les fonds d'investissement soient stratifiés en un certain nombre de « classes » d'investisseurs, permettant à certains des investisseurs du fonds de prendre en charge plus de risques (les classes risquées sont dites *junior*, et les moins risquées, *senior*).

d'un risque de défaut largement réduit, ce qui est un atout dans des stratégies de fonds moins aventureuses. Sans nécessairement aborder le cas d'Hecate dont les pratiques sont particulièrement peu risquées en raison de leur composition de fonds, on peut observer que les fonds en dette listée de Green Lotus se caractérisent par un risque calculé relativement modéré. C'est ce qu'on observe sur la *Fig. 17*, qui représente une modélisation du risque d'un fonds en dette listée de Green Lotus, issu de la *factsheet* officielle du fonds, indiquant un risque moyen (4 sur une échelle de 1 à 7). À l'inverse, plusieurs fonds issus des autres pôles de pratiques affichent des risques élevés dans leurs caractéristiques officielles.

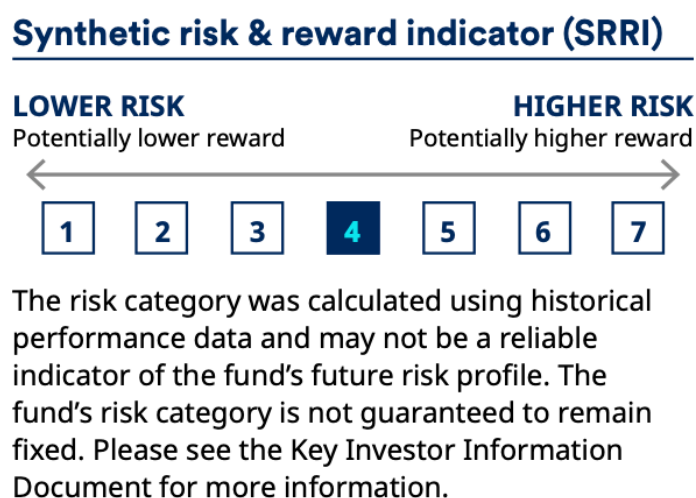


Figure 17 — Indicateur de risque d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la *factsheet* officielle

Ce niveau de risque s'accompagne ainsi d'une structuration du fonds incluant des actifs permettant de mitiger les risques, comme des dettes souveraines, ou encore des produits dérivés, aux côtés des investissements dans des entreprises ou projets focalisés sur la réalisation d'un impact. La *Fig. 18*, également extraite de la *factsheet* du même fonds, montre ainsi que ce dernier est constitué de près de 14% de dettes souveraines.

Asset allocation

Top holdings and asset allocation are at fund level.

Sector (%)

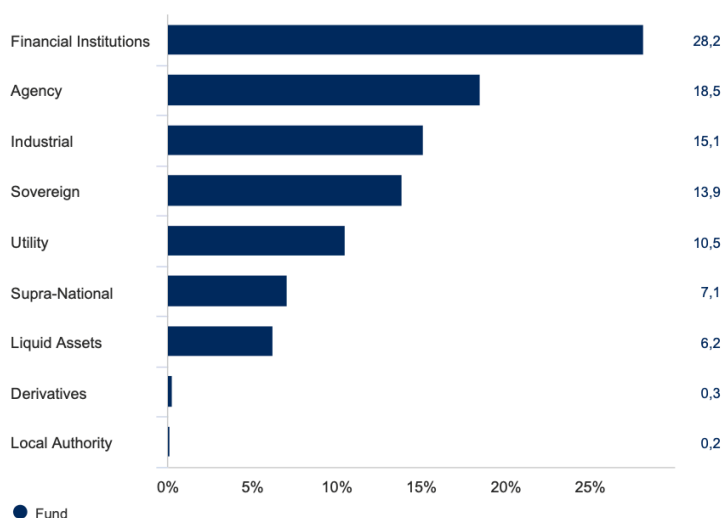


Figure 18 — Structure d'un fonds en dette publique de Green Lotus, issu de la factsheet officielle

En somme, il s'agit d'une approche très différente de la précédente, appuyée sur un rapport au risque beaucoup plus modéré. Examinons à présent les implications de ces stratégies différentes et les moralités qui leurs sont attachées, selon deux grands enjeux pratiques : le rapport au temps, puis le statut des entreprises bénéficiaires.

Le temps court, le temps long : deux approches de l'engagement par l'impact investing

La principale différence entre les investissements listés et privés réside dans le rapport aux temporalités qu'ils impliquent. Les investissements en dette sur les marchés privés, puisqu'ils sont réalisés pour soutenir la croissance d'une entreprise, sont souvent assortis de durées d'engagement plus longues, comme on l'observe par exemple pour un fonds de Steelax, dont les caractéristiques principales sont présentées sur le site *web* de l'*asset manager* (cf. Fig. 19, « *redemption* »). Cet engagement long immobilise les capitaux des investisseurs, et *de facto*, augmente le risque, car il est souvent impossible de retirer rapidement ses investissements.

Shareclass Class B (\$, EUR h, CHF h, £ h), Class C (\$)	Inception 01/08/2006	Target Return 7% per annum in \$, 6% per annum in EUR, CHF and GBP
Target Volatility <1.5%	Currency \$, EUR hedged, CHF hedged, GBP hedged	Dividend Accumulation (Class B), Distribution (Class C)
Subscription Monthly with 2 bd notice, min 250'000\$ or equivalent	Redemption Quarterly with 60 bd notice and 6 month lock-up	Sustainability As per Art 10 (EU) 2019/2088

Figure 19 — Caractéristiques d'un fonds de Steelax, site web de Steelax

Cette durée est encore plus longue lorsqu'il s'agit de prises de participation en *private equity*. Odile Varga, responsable des investissements durables à Lacour-Deschamps, compare ainsi les horizons temporels de ses fonds privés et listés :

« Dans tout ce qui est actif privé, on a des contraintes de liquidité qui sont importantes, alors voilà sur la microfinance par exemple, si vous voulez, [...] on a une liquidité qui est dite mensuelle, donc tous les mois, on recalcule la nappe du fonds ; mais si vous voulez récupérer votre argent quand vous mettez un ordre de vente, vous allez mettre entre trois et quatre mois. [...] Et je parle [même] pas du *private equity*, où, là, vous avez de l'argent qui est immobilisé pendant dix ans. » (Odile Varga, Responsable des investissements durables, Lacour-Deschamps)

C'est donc avant tout un impératif de liquidité qui guide la stratégie, avec l'argument—rencontré plusieurs fois dans les propos de nos enquêtés—selon lequel une telle approche permettrait à davantage de profils d'investisseurs de faire de l'impact investing :

« [Le privé], ça correspond pas à tous les profils des clients. Il faut savoir que l'essentiel de nos clients nous, ont des profils balancés. C'est des gens—bon, même s'ils ont des horizons de temps qui sont généralement importants ; on essaye de quand même avoir le temps de travailler avec les clients—mais ils ont quand même pour beaucoup des profils assez balancés donc avec des profils de risques assez mesurés. » (Odile Varga, Responsable des investissements durables, Lacour-Deschamps)

Pierre-Luc d'Autane, dont l'entreprise n'est pourtant pas active en impact listé, soutient également cet argument de la démocratisation de l'impact, en le liant à la question du minimum d'investissement attaché à de tels fonds (correspondant à la catégorie « *subscription* » dans le fonds présenté en Fig. 19) :

« [Le listé], ça peut permettre aussi à des investisseurs qui ont moins de moyens d'avoir accès à l'investissement d'impact. Moi je peux acheter une action pour 50 francs ou 100 francs. Et je suis pas très riche, mais au moins j'ai pu acheter 50 francs. Aujourd'hui dans les fonds de *private equity* réglementés, je ne peux pas recevoir un ticket d'investissement de moins de 125 000 euros. Ben, moi, j'ai pas 125 000 euros, par exemple. Donc moi je gère [de tels fonds], mais je peux malheureusement pas investir dans les fonds que je gère parce que je suis pas assez riche. Et donc, l'instrument listé, à mon sens, est un des moyens de faire participer un plus grand public à l'aventure de l'impact investing. » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus puis de Lime)

À cette conception d'un impact investing démocratisé par le listé s'oppose une conception plus puriste (Balsiger, 2021) chez certains acteurs du champ, qui pointent les limites morales de ce choix, notamment en ce qui concerne les temporalités. Ainsi, un argument qui nous a été exposé à plusieurs reprises insiste sur la difficulté qu'il y aurait à s'impliquer réellement dans des entreprises listées, dans la mesure où il est possible de s'en retirer à tout moment, selon les évolutions des indices fluctuants du marché, là où la logique privée, de gré à gré, garantirait un engagement de plus longue durée, jugé plus en phase avec le projet moral de l'impact investing :

« Alors il y a des fonds qui font du *listed equity*, qui se disent d'impact. Je suis assez sceptique sur ça. Déjà, être soumis à une liquidité quotidienne, à des réactions aussi volatiles des marchés, pour moi ça va un peu à l'encontre du principe de l'impact durable à long terme. » (Clothilde Heger, Investment and impact analyst, Regenae)

Ces conceptions s'appuient sur la haute volatilité des prix des titres sur les marchés financiers, soumettant les investisseurs à des incitations économiques variables et éphémères. Certains travaux examinent l'effet de ces modes d'investissements volatiles sur la déconnexion entre les investisseurs et leurs *investees* (Corpataux, Crevoisier et Theurillat, 2009 ; Theurillat, Crevoisier et Salomon, 2017) qui peut aussi s'appliquer dans le cas de l'impact investing et des conceptions qui attribuent sa vertu au « long-terme » :

« [Sur les marchés listés,] tout va très vite. [La question, c'est :] est-ce que tu es prêt à... combien d'influences tu peux [supporter] quand tu fais de l'*equity* [listé] ? C'est pas la même chose que du *private equity*. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

Ainsi, divers acteurs de notre champ présentent des réticences face à ce modèle, jugé trop court-termiste, comme l'affirme Claire Delastre, manager chez Omnis :

« Non, non, nous je pense pas, on va pas se mettre là-dedans [les marchés publics], parce que c'est pas notre stratégie, c'est pas le modèle sur lequel on travaille. Pour nous, l'idée de l'impact c'est vraiment penser au début [de la vie d'une entreprise]. C'est vraiment, ça fait partie de la stratégie de la compagnie. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

Ainsi, la question des temporalités permet de mettre en évidence des moralités différentes entre le pôle de pratiques *mainstream* et les autres. D'un côté, une moralité est basée sur l'engagement *via* des investissements de long terme, avec les risques qui les accompagnent. L'idée est ainsi de subir moins d'« influences » du marché, comme le dit Palash Shankar, et de s'assurer de la réalisation des impacts à long terme, en suivant l'entreprise financée. C'est donc une pratique fondée sur la durabilité de l'action économique et qui inclut une dimension d'engagement à l'égard des acteurs

financés. De l'autre côté, on observe une moralité appuyée sur des exigences de liquidité fortes : plutôt que de promouvoir le suivi de long terme d'un investissement, cette pratique tire sa moralité de l'ouverture et de l'élargissement du marché qu'elle dit permettre : en passant par le listé, ces acteurs indiquent rendre ces produits disponibles à davantage d'investisseurs en réduisant les risques associés.

Qui financer ? L'enjeu du statut des entreprises bénéficiaires

Au-delà de la seule question du risque et des temporalités, l'enjeu moral le plus évident dans cette opposition entre marché privé et marché listé réside dans le statut des entreprises financées par ces fonds. Dans la section décrivant les caractéristiques du pôle de pratiques *mainstream*, nous observons que par rapport à l'approche privée, les investissements en *listed debt* et *equity* permettent d'accéder à un univers d'investissement beaucoup plus large—comme le rappelle d'ailleurs Odile Varga—et généralement à des entreprises de grande taille. Nous voyions ainsi qu'Hecate investit, avec ses fonds, dans certaines multinationales qui ne sont pas réputées pour avoir un impact positif sur la planète ou l'environnement. Cet élargissement des types d'entreprises bénéficiaires de l'impact investing n'est pas vu d'un très bon œil par d'autres acteurs du champ plus restrictifs dans leur choix d'*investees* :

« Quand on voit des [...] fonds de *listed equity*, qui se disent d'impact, ou circulaire, et qui investissent dans Google ou Microsoft, Apple ou Amazon, ça me laisse un peu... » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

D'autres sont encore plus virulents dans leur critique et suggèrent qu'une telle approche constitue un mésusage du terme « impact investing », dans une volonté de tromper les investisseurs. En particulier, un/e acteur/trice majeur/e du champ de l'impact investing genevois affirme, de manière très critique, et non sans indignation, que ces pratiques ne sont pas authentiques. D'après cette personne, investir dans une multinationale tout en prétendant gérer des fonds alléguant des objectifs environnementaux ou sociaux serait mensonger, si l'on se place dans une démarche d'impact.

Dans cette même logique, certains utilisent le terme « *impact washing* », inspiré de « *greenwashing* », pour parler de ces approches, en estimant que de telles entreprises d'*asset management* ne peuvent et ne doivent pas revendiquer le terme « impact investing ». Dans ce cadre, le terme est considéré comme un dispositif de jugement (Karpik, 2007), qui, s'il est mal utilisé, entrave ou trompe le jugement des consommateurs (ici, les investisseurs). Un exemple aux frontières du champ permet

de saisir cet aspect. Ci-dessous, la responsable de l'association Euler, active dans la promotion de l'impact investing en Suisse, critique Kori, un *asset manager* zurichois revendiquant le label « impact investing » avec une approche similaire à celle d'Hecate :

“Kori is mainstream sustainable investment. It is not impact. [...] To be impact investing companies, you need to have a mission at the core of the business, solving one or few sustainable development goals of United Nations. So, first there is a mission, solving a problem. And regenerate beside of that financial return. All listed companies nowadays, or most of them, maybe there are a few exceptions, the core of the business is to make profit. So, if you get Kori a full analysis, you might also have Apple in your portfolio. So, Apple, without an iPhone, you will not die of hunger. So, all those companies, Apple, Microsoft—the blue chips—a lot of them are now in sustainable investing. So, by scaling them we will not achieve SDGs. So, they have profit at the core of their business, still. However, they implement some policies like CO₂ reduction, waste reduction, gender equality policies, they look for their suppliers that are sustainable. But still, profit is first. And you can see it like broad impact. We need them [...] because they have the power. But it still remains broad impact, compared to impact investing, which is deep impact. [...] Kori is not the only example. There are many examples. It's a bit like impact washing. It's sounds better, it's sounds more impactful, more appealing to people than sustainable investing. And so, some companies are using it and misusing it, as well.” (Tanya Gupta, Euler)

En somme, parmi les acteurs du champ, le choix du listé entraîne souvent des investissements dans des entreprises qui, d'après leurs détracteurs, ne seraient « durables » que par quelques initiatives, sans que le cœur de leur activité soit orienté vers la réalisation d'impacts positifs sur l'environnement ou la société. Ces critiques cristallisent ainsi une autre différence de moralité entre les pratiques du pôle *mainstream*, et les autres.

Des fractures, mais une faible volonté de prescription

Les variations visibles entre les pratiques d'investissements en privé et en public sont ainsi une autre fracture qui structure la distribution variable et idiosyncrasique des moralités dans le champ de l'impact investing genevois. Par son biais, nous observons même certains désaccords forts entre les acteurs du champ, révélant des conceptions antagonistes. Pour autant, malgré toutes ces différences, un très faible degré de prescription se manifeste au sein du champ, et rares sont ceux qui, comme Clothilde Heger, condamnent l'approche listée en tant que telle. Comme dans les précédentes sections, la plupart des acteurs stabilisent leurs moralités, parfois opposées, en construisant discursivement un marché dont les mécanismes permettraient supposément à toutes les pratiques de coexister. L'investissement listé est ainsi parfois mis en doute, mais rarement sous la forme d'un rejet catégorique.

Par exemple, lors de l'édition 2019 de la conférence Building Bridges Week à Genève, nous avons pu assister à une conférence sur l'impact investing, à l'issue de laquelle deux étudiantes en finance débattaient de cette question, sans parvenir à une conclusion définitive : l'une affirmait avec certitude que l'impact investing n'incluait pas le listé, alors que l'autre maintenait que sur ce sujet,

« *il y a débat* ». C'est aussi l'expression qu'a employé Palash Shankar, d'Harmony, pourtant plutôt réticent à cette approche. En somme, la plupart des acteurs interviewés maintiennent que le *listed equity* peut par exemple être inclus dans l'impact investing, mais seulement si « *c'est bien fait* »—pour reprendre l'expression de Pierre-Luc d'Autane—et seulement si l'investisseur est animé par des principes vertueux, ou encore si les entreprises ont été listées ultérieurement :

« Si tu as des sociétés dans lesquelles j'ai investi du capital-risque privé, qui se mettent un jour en bourse et qui ont donc des actions listées et tu investis dans ces actions listées, ah ben oui, c'est de l'impact investing. Si tu veux, pour moi l'impact investing ne se caractérise pas par l'instrument utilisé mais par la finalité de où va cet argent, que ce soit du *private equity*, de la dette ou de l'action listée. Peu importe. C'est ce que tu en fais de cet argent qui compte, ce n'est pas comment tu l'investis. [...] L'entreprise qui se liste, elle le fait en général pour une bonne raison et si elle le fait, c'est que ça l'aide. En général, tu listes pas pour le plaisir, d'accord ? La deuxième chose, c'est que [...] l'investisseur qui investit dans une finalité d'impact n'aura probablement pas cette volatilité dont tu parles, à mon avis. Donc si dans ton portefeuille de listés, tu choisis des actions parce que tu les aimes, tu vas être fidèle à ces actions. Tu vas pas le *trader*. [...] [Le listé,] ce n'est pas négatif en soi. Maintenant, il faut pas être angélique non plus [...]. Mais je jette pas le bébé avec l'eau du bain. » (Pierre-Luc d'Autane, co-fondateur de Green Lotus, puis Lime)

L'exemple de l'investissement privé et du coté montre donc une nouvelle fois la tension qu'il existe entre d'importantes divergences en termes de morale des pratiques, et, en même temps, la faible recherche de prescription qui y est exprimée.

Voyons finalement en quoi cette variabilité peu prescriptive des moralités structure des conventions maintenues par divers principes, notamment un rattachement de la plupart des acteurs du champ à des croyances dans les mécanismes supposément vertueux du marché.

iii. Conclusion : d'une variété de conventions de qualité, aux raisons de son maintien

Au terme de cette partie II. du chapitre, nous avons identifié les éléments qui composent la diversité des pratiques générales de l'impact investing dans le champ (concentrées autour de « pôles de pratiques »), et des moralités attachées à ses pratiques. Nous avons également cherché à montrer que cette diversité n'est pas aléatoire, mais se structure selon un lien étroit entre pratiques et conceptions morales (ou « justices », dans la théorie des conventions). Sur la base des liens identifiés entre pratiques et conceptions morales chez les différentes entreprises observées, et en suivant les objectifs présentés dans l'introduction de ce chapitre, nous pouvons ainsi, mettre au jour trois grandes conventions de qualité observées dans le champ. À ce stade de notre analyse, ces conventions relient des pratiques, des manières de faire de l'impact investing, et des conceptions morales sur les enjeux de ces pratiques. Nous les nommons conventions « **intégratrice** » (orientée vers l'impact social dans des régions défavorisées), « **durable** » (orientée vers l'impact

environnemental) et « **expansive** » (orientée vers la diffusion de la pratique dans la finance classique). Pour en simplifier la description, nous détaillons leurs caractéristiques dans le tableau ci-dessous (cf. Tab. 3) :

Tableau 3 — Identification des conventions de qualité

Convention de qualité	Buts de l'activité d'investissement (conceptions morales)	Modalités d'investissements	Pôle(s) de pratiques associés ¹⁶⁰
Convention intégratrice	Réaliser un impact social en intégrant les marchés émergents et les populations défavorisées dans le système financier	<i>Private Debt & Equity</i> auprès d' <i>investees</i> hors des pays développés	Pôles « microfinance » et « marchés émergents »
Convention durable	Assurer le renouvellement des ressources et la protection des écosystèmes	<i>Private Debt & Equity</i> auprès d' <i>investees</i> au sein et à l'extérieur des pays développés	Principalement pôle « environnemental »
Convention expansive	Valoriser par l'investissement les bonnes pratiques des entreprises, y compris multinationales. Diffuser au maximum les enjeux d'impact, en les introduisant dans les secteurs <i>mainstream</i> de la finance	Toutes classes d'actifs (y compris investissements listés), principalement auprès d' <i>investees</i> dans des pays développés	Pôle « <i>mainstream</i> »

Plus haut, nous indiquions, en suivant Balsiger (2021), qu'une variabilité morale n'est pas nécessairement atypique au sein d'un marché moralisé. De ce point de vue-là, il n'est pas étonnant de retrouver la coexistence de ces différentes conventions qui charrient des moralités variées. Mais pour deux principales raisons, la question du maintien de cette diversité, dans notre cas d'étude, peut être légitimement posée. D'abord, comme mentionné précédemment, les variations morales dans un marché moralisé portent rarement sur des principes aussi fondamentaux, au point de charrier, au sein de différentes conventions, des pratiques qui sont aussi éloignées que le sont par exemple le *listed equity* et le microcrédit. Ensuite, il est rare qu'une telle diversité morale fasse aussi

¹⁶⁰ On pourra se référer au Tab. 2 qui rappelle les entreprises rattachées à ces différents pôles.

peu l'objet de tentatives d'harmonisation, notamment par la mise en place de labels plus ou moins favorables à certains des acteurs du champ, suffisamment puissants pour les imposer (Balsiger, 2021, p. 75-76). Ainsi, comment expliquer la stabilité de cette importante variabilité ?

Premièrement, la mise en évidence de ces conventions, qui relient des pôles de pratiques à des conceptions morales sur les investissements, permet d'objectiver la cohérence interne de ces dernières. Autrement dit, les conceptions morales variées n'existent pas de manière isolée dans le champ : elles s'ancrent, à travers ces conventions dans des pratiques qui leur sont spécifiquement appropriées, ce qui leur octroie une certaine cohérence. Deuxièmement, cette cohérence est accentuée par le lien entre ces conventions et l'histoire des entreprises qui les portent. Comme nous l'avons montré, plusieurs d'entre elles défendent une identité axée sur ces dernières. Par exemple, Harmony se présente comme l'un des pionniers de la microfinance et met en lien son histoire dans ce domaine avec les pratiques qui sont les siennes. Symétriquement, Green Lotus, depuis son rachat par Richters, vante sa croissance et sa volonté de réaliser des impacts à grande échelle, et, ainsi, son rattachement progressif à la convention expansive. Enfin, Regenae fait de la notion d'« économie régénératrice » son fer de lance et l'érige comme principe fondateur, défendant une approche de l'investissement basée sur la convention durable. Troisièmement, nous l'avons déjà noté, ces diverses conventions ne sont pas étanches, et il n'est pas rare que des entreprises empruntent à plusieurs d'entre elles, comme nous l'avons vu notamment avec Green Lotus. Cette perméabilité évite ainsi l'affrontement direct de conceptions variées et favorise la coexistence de celles-ci. Enfin, quatrièmement, l'un des facteurs explicatifs, plusieurs fois rappelé, réside dans l'importance des dynamiques endogènes de structuration du champ initial, qui ont permis à l'impact investing d'émerger à partir de pratiques financières variées, qui lui préexistaient et étaient distribuées de manière asymétrique en fonction de l'histoire des différentes organisations du champ, selon des logiques d'innovation, distinction commerciale et de coopération, plutôt que sur un principe de prescription forte. Mais cette endogénéité ne concerne pas que la structure du champ ; elle affecte aussi l'idéologie qui y règne. Examinons ainsi comment ce champ constitue un espace idéologiquement endogène, facilitant le maintien de cette diversité de moralités.

Dans leur revue de la littérature sur la morale et les marchés, Fourcade et Healy (2007) reviennent notamment sur les conceptions vertueuses du marché, inspirées des classiques comme Smith et Walras, et en particulier sa supposée capacité à allouer correctement les ressources ou encore à favoriser la créativité et l'innovation. Si la notion de « marché vertueux » n'est pas mobilisée telle quelle par nos enquêtés, nous allons voir que ses principes font partie intégrante de leurs

justifications face au peu de prescriptions observables dans le champ de l'impact investing genevois, permettant à chacun d'utiliser un univers de pratiques (et de morales associées) dessinant l'hétérogénéité des conventions du champ, les oppositions qu'elles suggèrent, et une morale relativement diffuse. Autrement dit, comme le champ de l'impact investing à Genève a émergé notamment à la faveur de principes endogènes favorisant la concentration d'acteurs provenant des sphères marchandes et constituant le champ selon des principes marchands, ces derniers développent des morales pratiques idiosyncrasiques, et dont la régulation est laissée aux forces du marché, comme cela a pu être le cas pour d'autres formes de finance dite durable (Déjean et al., 2013). Alors que les régulations européennes actuelles ne font pour le moment aucune différence entre l'ensemble des fonds dits « durables » et l'impact investing¹⁶¹, examinons en quoi ces conceptions marchandes permettent le maintien de ces inerties au sein du champ, malgré les promesses morales de l'impact investing et sa démarcation souvent revendiquée à l'égard des autres approches de la finance dite durable¹⁶².

Premièrement, c'est le caractère prétendument innovateur du marché qui est invoqué régulièrement par nos enquêtés pour justifier la permissivité avec laquelle les acteurs du champ déterminent leurs propres pratiques (et les moralités qui s'y attachent), tout en revendiquant l'appartenance à une même catégorie, l'impact investing. Lors de la conférence Building Bridges de 2019, Gérard Boyer¹⁶³, ancien de Lacour-Deschamps et aujourd'hui à la tête d'une startup d'évaluation d'impacts, tenait ainsi un discours opposé à la recherche commune de définitions distinctives pour les différentes approches de la finance durable, y compris l'impact investing. Celui-ci affirmait en effet que les définitions sont des barrières car « *elles contraignent l'innovation* » et incitent « *tout le monde à aller dans la même direction* ». Selon lui, il vaut ainsi mieux laisser les acteurs de la finance développer leurs produits selon leurs conceptions, afin de faire émerger des propositions originales. Poussée à l'extrême, cette conception conduit certains enquêtés—et pas nécessairement ceux appartenant au pôle de pratiques *mainstream*—à affirmer que tout investissement a un impact, et que potentiellement, tout investissement peut être pensé et organisé de telle sorte qu'il remplisse des objectifs sociaux ou environnementaux :

Raphaël Brunner (Transform) : « Moi, j'entends souvent, depuis 10 ans : 'oui, mais est-ce que ça c'est un investissement d'impact, est-ce que ça c'en est un, est-ce ça c'en est pas ? Ah, mais ça c'est de l'impact, ça c'est...' Non. Pour moi, tout investissement a un impact. Il n'y a pas des investissements qui sont de l'impact investing et d'autres qui ne le sont pas. Ça dépend pour qui. Si vous aimez les animaux de compagnie et que vous trouvez

¹⁶¹ Nous reviendrons dans la deuxième partie du chapitre sur les faibles régulations existantes.

¹⁶² Rappelons en effet que l'impact investing, dans sa définition initiale par le GIIN, et à de très nombreuses reprises dans la bouche de nos enquêtés, est présenté comme plus ambitieux que les pratiques ESG ou ISR.

¹⁶³ Nous avons également réalisé ultérieurement un entretien avec lui.

une entreprise qui les rend heureux parce qu'elle fait des croquettes pour eux et que c'est ça votre mission dans la vie, c'est de rendre heureux les animaux de compagnie, ben pour vous, ce sera un investissement d'impact. Pour un autre, ça le sera pas parce que pour lui, sa mission dans la vie c'est de, je sais pas, sauver les océans. »

Enquêteur : « Donc c'est investir avec une mission, quand même, quelle que soit finalement cette mission-là ? »

Raphaël Brunner : « On parle beaucoup de *purpose* en anglais, c'est donner un sens à sa fortune, à son patrimoine. *Give purpose to your wealth*. Oui, c'est ça. Avoir une mission. Un *impact journey*. Il y a plein de façons de l'appeler. Mais oui, pour moi c'est ça. »

Ensuite, ce positionnement en faveur de la liberté du marché se couple à la croyance en un marché capable d'allouer efficacement les ressources, et, en l'occurrence, à séparer le bon grain de l'ivraie, sans qu'il n'y ait besoin de définir par la loi ou la concertation ce qu'est ou ce que n'est pas de l'impact investing :

Enquêteur : « Mais donc, ça ne vous dérange pas outre mesure que ces organisations [avec une conception très différente, notamment le listé] et vous-mêmes partagiez le même vocabulaire [i.e., la notion d'impact investing] ? »

Jules Baum (Regenae) : « Vous allez dans un restaurant, sur la carte vous pouvez voir dans deux restaurants très différents le même menu, la façon dont il sera fait n'aura pas justement le même impact sur votre santé, sur votre satisfaction et sur le plaisir que vous allez avoir à partager un repas. Donc ceux qui s'appellent 'impact' considèrent qu'ils font de l'impact et répercutent des mesures d'impact dans leur investissement, soit sur du listé, ou non... Ils font un certain boulot. C'est la même terminologie. Aux personnes, aux investisseurs qui recherchent différentes convictions, peut-être une dynamique différente, de faire eux-mêmes la différenciation. Et chez Regenae, oui, je pense que notre différenciation est dans le cadre que l'on pose, la dynamique que l'on met en place, les entreprises que l'on repère qui sont capables de changer leurs chaînes de valeurs. C'est ça le principal. Et je parle pas de secteur, je parle vraiment de la chaîne de valeurs, comment on repense aujourd'hui une entreprise par rapport à ce qu'elle prend et par rapport à ce qu'elle donne. Et on est dans ce cadre d'agriculture régénératrice. Il y a une grande différence entre mettre des engrais dans des sols et ensuite traiter avec des pesticides, que nourrir le sol qui nourrit ensuite la plante. On est dans cette logique. »

Il est utile de noter la métaphore que l'enquêteur utilise. En comparant la catégorie de l'impact à un menu de restaurant, et en expliquant que c'est au client de juger de la qualité, Jules Baum montre une grande confiance dans les mécanismes du marché pour réguler les « bons » et « mauvais » produits, indépendamment des labels qu'on y attache. Il en va de même pour Bruno Reymond, d'Harmony, qui ne craint pas la permissivité du label « impact », et les moralités variées qui s'y attachent :

Enquêteur : « Donc vous ne craigniez pas d'être noyé dans un nombre incroyable d'institutions qui utilisent ce même vocabulaire que vous ? »

Bruno Reymond (Harmony) : « Alors, ça me fait pas peur, à ce stade. Je pense que, justement, on a une histoire. On est ancré dans quelque chose et aussi, nous on a des analyses sur le terrain. [...]. Les gens sont très sensibles aussi à notre histoire, à nos processus, à ce qu'on a fait. Tous les investisseurs ne sont pas... surtout quand je parle de professionnels, les gens vont prendre du temps. Et donc là, c'est pas parce vous dites 'je fais de l'impact' que c'est gagné. »

Ainsi, à l'opposé d'une approche optant pour la régulation, ou la labellisation contrôlée du produit (Fouilleux et Loconto, 2017), l'idée est ici de s'appuyer sur la capacité du marché à afficher les produits, distribuer l'information, et laisser le consommateur choisir :

« [La prise en compte de la durabilité par la finance doit se faire] par un mécanisme de demandes, d'attentes. Je ne crois pas à la régulation et à la punition, ou la taxation, parce que dès que vous mettez cela quelque part, très vite, il peut toujours y avoir des échappatoires. Je crois vraiment dans une analyse, une lame de fond, une tendance, qui est là depuis une dizaine d'années. [...] [C'est] la finance, les moyens financiers, [qui] doivent être mis—enfin, remis—au cœur de cette construction. » (Jules Baum, Managing Partner, Regenae)

D'ailleurs, même parmi les acteurs en faveur de telles régulations¹⁶⁴, cette notion d'incitation (opposée à la contrainte) est régulièrement répétée :

« Je n'ai rien contre les régulations, je n'ai pas *d'a priori* pour les régulations. Je pense le contraire. C'est un marché qui mérite d'être régulé parce que les effets de bord¹⁶⁵ sont conséquents pour beaucoup de monde. Si ça se passe mal, comme on a eu la crise financière, c'est le contribuable qui paye. Donc c'est un peu simpliste ce que je dis là, mais ce que je veux dire, c'est qu'il y a des effets de bord, il y a des effets qui sont collectifs. Donc pour moi, n'importe quel marché structuré qui fonctionne a des régulations qui évoluent et qui visent à limiter les risques. Et après, ça peut aussi être des régulations incitatives. Je ne vois pas dans les régulations quelque chose de dogmatique. On pourrait imaginer qu'il y ait plus de régulations positives pas seulement pour nous, ça m'est égal, quelque part pour nous, mais pour essayer d'aller dans ce que je disais tout à l'heure : les marchés financiers sont des outils. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Encore plus rares sont les acteurs qui prônent ouvertement la régulation. C'est le cas de Paul Lacour, qui estime que les lois européennes actuelles sont insuffisantes, car elles ne disent rien de la catégorie « impact investing », en termes d'évaluation des impacts¹⁶⁶ :

« Je pense que, à un moment donné, ça va être vraiment la cacophonie et que quelqu'un ou une autorité va devoir mettre de l'ordre et dire : 'écoutez les gens, écoutez, y'a des critères de base en vue du *reporting* d'impact qui sont comme ça, et moi, si vous voulez vendre un fonds d'impact dans mon pays, dans ma région économique, il faut que ce soit comme-ci, comme-ça. Si vous voulez faire plus, bien pour vous, mais vous pouvez pas faire moins.' Parce que [sinon] de nouveau, au niveau de l'industrie, nous on va tous se tirer dans les pattes comme l'ont fait jusqu'ici les fonds durables quoi. » (Paul Lacour, cofondateur de Transform)

Cependant, malgré ce discours, Paul Lacour n'a pas une approche fondamentalement critique des fonds d'impact les moins puristes, notamment ceux qui investissent en listé, puisqu'il estime notamment que le rachat de Green Lotus par Richters, marquant le tournant *mainstream* du pionnier de la microfinance, est un événement « génial » :

« Je pense que c'est génial, je pense que c'est génial ; c'est-à-dire, nous, ce qu'on a toujours dit : l'idée c'était de devenir *mainstream*, d'amener cette finance d'impact vers plus de répliquabilité, de pouvoir toucher le plus de monde possible. Donc je pense que c'est absolument génial. Et puis c'est génial qu'un monstre comme Richters,

¹⁶⁴ Nous souhaitons ici indiquer que les acteurs du champ ne sont pas uniformément opposés aux régulations et aux définitions. Il est d'ailleurs très courant de les entendre parler de l'importance de ces processus, en particulier lors de prises de parole publiques. Mais nous mettons l'accent sur les réticences qu'ils expriment généralement face à l'implémentation concrète de telles mesures, et leur préférence pour des régulations endogènes, des discussions, et des innovations internes.

¹⁶⁵ L'enquête fait référence à de potentiels « mauvais usages » du terme « impact investing ».

¹⁶⁶ Nous revenons plus bas sur cet enjeu de mesure des impacts et sur la régulation européenne existante.

finalement, il voit quelque chose qui les titille, qui leur donne envie... C'est clair que ça va rester pour eux quelque chose d'assez marginal, en tout cas pendant longtemps, mais je pense que, quoi, pour moi finalement c'est un succès d'estime, de voir que finalement notre petite idée a fleuri. Et puis, si vous voulez, la conviction qui est la mienne, c'est qu'ils vont tous devoir s'y mettre, quoi. » (Paul Lacour, Cofondateur de Transform)

En somme, même chez des acteurs plus critiques qui prônent une régulation des pratiques, les fondements de cette régulation ne tiennent pas formellement à l'écart les acteurs les plus *mainstream* du champ : la « *réplicabilité* » et l'expansion du mouvement priment. Cette primauté de la *mainstreamisation* constitue la troisième logique marchande dans les discours justifiant l'utilisation permissive du terme « *impact investing* ». Elle réside dans l'idée, déjà esquissée par Raphaël Brunner ci-dessus, que tout investissement peut et doit devenir un investissement à impact. Ainsi, de ce point de vue-là, il ne serait plus nécessaire de tracer des lignes entre les pratiques, comme le suggère avec emphase Pierre-Luc d'Autane :

« Pour moi, il n'y a pas de frontières—peut-être que c'est du *wishful thinking*, peut-être que je suis angélique—pour moi, l'impact investing doit devenir le *mainstream*. C'est-à-dire que j'espère que les prochaines générations seront intelligentes assez et conscientisées assez pour que tout type d'investissement soit socialement et environnementalement responsable. C'est ça... Si tu veux, l'impact investing, c'est pas une petite niche du monde financier et dans lequel il y a des gars qui sont sympas et ils essayent de faire des choses. 'C'est des rêveurs, ils sont gentils. On va leur taper dans le dos : c'est bien, bravo les gars.' Non, non, non, non. Comme je te le disais, c'est une lame de fond qui vient de la nouvelle génération qui dit 'bon, maintenant, ça suffit. Vous avez mis notre planète à sac. Franchement, on vit pas super bien, là. Les déséquilibres et les inégalités grandissent à vue de nez, que ce soit au niveau des pays riches et des pays pauvres, mais aussi dans nos pays, les inégalités sociales grandissent. C'est pas durable, c'est pas soutenable.' Je veux dire, c'est pas possible. On peut pas continuer comme ça. Et ça c'est pas moi qui le dit. C'est des millions de nouvelles personnes dans une génération qui disent : 'stop. Stop.' Alors c'est pas encore très articulé, peut-être. Mais il n'y a pas de retour en arrière en ce qui me concerne. Et les dinosaures qui s'accrochent à leur fauteuil de vieux banquiers, ben désolé, ils vont vivre comme des dinosaures. » (Pierre-Luc d'Autane, cofondateur de Lime)

Ainsi, ces trois principes, axés sur des croyances dans les mécanismes marchands, expliquent comment l'organisation endogène du champ autour d'acteurs et d'institutions financières permet de stabiliser des pratiques moralement diverses, et donc des conventions de qualités différentes, sans chercher à prescrire.

On peut alors dresser un tableau qui répertorie les cinq principes préservant cette diversité des conventions (*cf. Tab. 4*). On notera que ces principes se répondent mutuellement :

Tableau 4 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent

Principe	Explication
Cohérence interne des conventions	Les conceptions morales de la finance n'existent pas seules et sont étroitement coordonnées avec des pratiques qui leur sont spécifiques
Histoire des organisations	Les organisations disposent d'une histoire et d'une identité qui légitiment les conventions utilisées
Fluidité des conventions	Les diverses conventions ne sont pas isolées et sont régulièrement partagées par plusieurs acteurs
Endogénéité du champ	La structure endogène du champ autorise les variabilités idiosyncrasiques, et ne prescrit pas d'alignement fort des organisations, qui jouissent alors d'une certaine autonomie morale et pratique
Croyance dans les mécanismes marchands	Les acteurs présentent une croyance forte dans les mécanismes autorégulateurs du marché, ce qui renforce le principe d'autonomie/endogénéité

Au terme de cette première partie du chapitre, nous avons donc montré que le développement endogène du champ s'assortit de conventions hétérogènes qui charrient des conceptions de moralités divergentes, dont le caractère diffus est peu questionné par les acteurs. Le champ genevois de l'impact investing apparaît ainsi stabilisé non pas autour d'un projet de moralisation clair et défini, mais autour de principes d'organisation internes—en particulier les mécanismes du marché—créant un espace moral et pratique asymétrique. Structurée par des conventions cohérentes et légitimes aux yeux des acteurs, cette asymétrie rend la pratique de l'impact investing particulièrement permissive.

III. La mesure des impacts, infrastructure des moralités variables et des conventions de qualité

Dans la précédente partie de ce chapitre, nous avons vu que la diversité des moralités et des pratiques est structurée par des conventions qui leur permettent de coexister. Nous montrions alors que différents principes permettent le maintien de cette diversité. En particulier, le principe de cohérence interne des conventions permet de lier les moralités aux pratiques, et d'ancrer cet

assemblage dans l'identité et l'histoire des entreprises. Dans cette partie III., nous proposons d'explorer davantage cette question de la cohérence des conventions, en montrant que celles-ci sont stabilisées par des dispositifs techniques (*cf. Tab 1*). En l'occurrence, un important dispositif technique de l'impact investing réside dans la mesure d'impact, qui sera l'objet d'étude principal de cette partie.

Dans un récent article, Bracking *et al.* (2023) montrent que différentes pratiques de la finance durable s'appuient sur des dispositifs techniques de mesure de performance, des narrations, et des approches plus ou moins scientifiques. Ils notent que ces combinaisons d'outils au service de la mesure d'impact et leurs utilisations mériteraient une attention accrue. Nous proposons d'examiner cet enjeu des mesures à l'échelle du champ de l'impact investing genevois, en nous demandant comment, au sein des conventions de qualité identifiées, les moralités et pratiques variables se matérialisent dans des processus de mesure spécifiques, et quel effet ces processus ont sur la distribution des moralités dans le champ.

Nous commencerons par démontrer que la question de la mesure des impacts est constitutive de la pratique et de l'idéologie du mouvement de l'impact investing, aussi bien à l'échelle globale que locale (**a.**). Nous montrerons alors que la mesure d'impact suit, dans le champ, une variabilité similaire à celles des autres pratiques, et renforce la cohérence interne des conventions existantes (**b.**). Nous questionnerons ensuite les facteurs qui permettent l'existence et le maintien de cette variabilité des mesures. D'abord, nous verrons que les régulations existantes sont peu contraignantes en la matière (**c.**). Ensuite, nous montrerons que les processus de mesure reposent sur des pratiques qui, sur le plan comptable, sont particulièrement permissives, tout en s'inscrivant dans les conventions de qualité identifiées. Comprendre la manière dont la comptabilité d'impact est structurée permet alors d'expliquer sa diversité, et aussi d'analyser ses effets sur la distribution des moralités dans le champ (**d.**).

a. La mesure d'impact, enjeu constitutif et distinctif du mouvement de l'impact investing

La mesure joue un rôle central dans la définition de l'impact investing, aussi bien à l'échelle globale que locale. En effet, dans sa définition originale élaborée par le GIIN (2020), l'impact investing est décrit comme une pratique d'investissement censée générer des impacts positifs qui font l'objet d'une mesure. Dans cette section, nous allons voir que l'enjeu de la mesure des impacts dispose en réalité d'une double fonction : elle est une caractéristique à la fois constitutive et distinctive de

l'impact investing. Autrement dit, elle constitue, dans les discours des praticiens, le cœur de la pratique, mais aussi sa particularité par rapport à d'autres approches de la finance dite durable. Dans un précédent texte (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022), nous montrions que le concept d'impact investing revêt une dimension que nous qualifions de « floue », en ce sens qu'il est aisément adaptable à des réalités pratiques très diverses—ce que nous constatons également dans cette thèse. Dans cet article, nous montrions que ce « flou » est concrétisé par le GIIN à travers trois stratégies : l'objectivation, l'exemplification, et le recours à une rhétorique gagnant-gagnant, souvent appelée « *win-win* ». La première, l'objectivation, s'appuie sur l'enjeu central de la mesure des impacts, permettant aux promoteurs de l'impact investing de faire exister ces derniers et de les rendre concrets :

« La première des techniques de 'concrétisation' de l'impact développée par le GIIN consiste à tenter de 'mesurer' et de 'gérer' l'impact objectivement. Pour le GIIN, la mesure et la gestion de l'impact (*Impact Measurement and Management - IMM*) consiste à identifier les effets positifs des actions de l'entreprise sur les individus et sur la planète en cherchant à les maximiser tout en identifiant également les effets négatifs de ces actions afin de les atténuer (GIIN, 2020, p. 61). Ce processus que le GIIN considère comme itératif est composé de quatre actions qu'un investisseur d'impact devrait suivre : 1) établir des objectifs et des attentes qui tiennent compte des risques, du retour financier, de la liquidité et de l'impact social/environnemental d'un investissement ; 2) définir des stratégies soutenues par des pratiques exemplaires et des preuves ; 3) sélectionner des indicateurs (par exemple à l'aide de l'outil IRIS+); 4) mesurer, suivre, utiliser et rapporter les données.¹⁶⁷ » (Burnier, Balsiger et Kabouche, 2022, p. 7)

Dans les définitions officielles données par le GIIN sur son site internet, la notion de mesure est l'une des pierres angulaires de l'impact investing, une « *hallmark* », c'est-à-dire une marque de fabrique, et un élément fondateur :

"*IMPACT MEASUREMENT* [is] a hallmark of impact investing is the commitment of the investor to measure and report the social and environmental performance and progress of underlying investments, ensuring transparency and accountability while informing the practice of impact investing and building the field." (Site web du GIIN)

De nombreux documents, infographies, exemples produits par le GIIN mettent ainsi en évidence la mesure des impacts comme l'une des caractéristiques qui doit définir l'investissement d'impact et le différencier des autres pratiques. Comme précisé dans un document du GIIN sur les caractéristiques de l'impact investing (*cf. Fig. 20*), cette mesure peut prendre différentes formes, et doit remplir divers objectifs comme la divulgation des résultats d'impacts aux investisseurs, l'utilisation de ces données pour prendre des décisions d'investissements ou encore limiter les risques associés à ces impacts.

¹⁶⁷ Site web du GIIN, « What is Impact measurement and management ? » : <https://thegiin.org/imm/#what-is-imm> (dernière consultation le 17.06.2024)

3

Manage Impact Performance. We use impact performance data in decision-making to manage our investments towards achievement of our social and environmental objectives. This includes:

- Embedding feedback loops through the life of the investment as feasible
- Identifying risks to achieving our stated impact goals and developing mitigation plans
- Seeking to mitigate the negative consequences of our actions
- Disclosing actual impact performance data to investors and investees, in as comparable a manner as possible.

Figure 20 — Extrait du document « Core Characteristics of Impact Investing », GIIN

Ainsi, l'enjeu de la mesure des impacts est un aspect central des définitions et délimitations officielles de l'impact investing, tel qu'il a été cadré par le GIIN. Mais cette centralité de la mesure est aussi reprise par les acteurs locaux, et, en l'occurrence, par ceux du champ de l'impact investing genevois :

« “You can’t manage what you can’t measure” est une phrase qu’aurait prononcée le statisticien W. Edwards Deming. La finance d’impact, contrairement à la finance durable, offre des mesures réelles et concrètes de l’impact social et environnemental généré. Cette différence est fondamentale car un cadre clair, une bonne transparence et une stricte discipline permet non seulement de générer des résultats concrets en termes d’impact, mais également de guider et de rassurer les investisseurs. » (Halder Pandey, CEO, Omnis, par email)

Cette citation, provenant d’un échange par email avec le PDG d’Omnis, montre à quel point l’enjeu de la mesure des impacts n’est pas seulement structurant dans les définitions globales données par le GIIN, mais aussi dans le discours et les promesses pratiques des acteurs du champ genevois. Comme précisé plus haut, la mesure est à la fois constitutive et distinctive du mouvement de l’impact. Cette notion de distinction est particulièrement visible dans les propos de Halder Pandey, qui fait de la mesure une « *différence fondamentale* » avec la « *finance durable* » qui n’est pas une finance d’« *impact* ». Plusieurs autres acteurs du champ ont à cœur cette supposée différence :

« [La mesure des impacts,] c’est l’autre partie [de la définition]. Pour qu’elle amène des effets positifs à la planète, il faut que vous puissiez en témoigner, mesurer, etc. Il y a des implications dans cette décision-là. » (Gérard Boyer, cofondateur d’une startup de mesure d’impacts)

« L’impact investing pour moi c’est du *private equity* ou du *venture capital* avec une intention d’investir dans des entreprises qui créent de l’impact positif, et avec une méthode qui permet de mesurer cet impact positif. Donc il doit y avoir de l’intention et de la mesure. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Pour illustrer cette particularité de l'impact investing, nos enquêtes opposent ainsi régulièrement la mesure d'impact à d'autres approches, comme la finance ESG, ou l'investissement socialement responsable (ISR), présentées comme des versions moins ambitieuses de l'impact investing, car elles ne se focaliseraient pas sur les impacts concrets des entreprises, mais sur leurs scores obtenus du point de vue de leur politique d'entreprise, sans considérer les impacts positifs ou négatifs plus larges qu'elles peuvent engendrer. C'est notamment ce qu'affirme Sam Blink, Chief Risk Officer à Green Lotus :

“When I say ‘I want to have an ESG portfolio’, it means that I am looking at investees. I am managing of 100 million dollars of an ESG portfolio, I am looking at companies, generally listed equities or listed debt securities, and I am saying, ok [or no to investing in specific companies]. And the reason why I am saying ‘no’ is because from an ESG standpoint, environmental and social governance, these companies are missing on environmental and social. On governance, these guys are great because they have professional boards. They have more lawyers than you can count. They are regulated, governance is probably fine. But environmental sucks, social sucks. [...] And you look at another company and you say, Facebook: environmental, good, activism on environmental issues. Social issues: you can make the argument. Governance: you can make the argument. Fine. Maybe you can justify Facebook in an ESG investment approach because of their generally progressive policy platform. Maybe you can't because you think they are evil [...]. It's very subjective, and it is based on companies. What we are doing, in impact investment, is looking at a level down. We are saying: ‘how is the money that we are placing, with these financial intermediaries, being applied to advance a certain social purpose?’. And that's basically how we define it. How many people are being reached? How many new entrepreneurs? How many women? How many next generations are being given the opportunity to start a business, go to school, and build a house? Whatever.” (Sam Blink, Chief Risk Officer, Green Lotus)

Une autre manière de présenter cette différence consiste à faire des autres approches, par exemple l'approche ESG, une première étape de l'impact investing, qui nécessiterait davantage de mesures d'impact :

« Pour chez nous, l'ESG c'est une étape pré-investissement. Nous on fait aussi de l'ESG, en amont, c'est tout ce qui est *due diligence* sur la partie justement un peu ESG de la boîte. [...] Et ça, pour nous, donc même en étant impact investor, on a ce côté ESG qui est en amont. Après, une fois que l'investissement est fait, on a aussi des *post-investment measurements*. Et c'est là où on va un peu plus loin. On essaye de voir, vérifier si la *due diligence* qu'on a fait... comment se comporte la boîte. Est-ce qu'il y a des changements ou pas ? Comment on gère ça ? » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

En somme, la finance ESG est reléguée, dans ces discours—mais aussi dans un certain nombre de travaux sur l'ESG (voir par exemple Foroughi, 2022 ; Leins, 2020)—à des évaluations standardisées, souvent basées sur des données publiques et concernant les activités passées de l'entreprise, ne prenant pas en compte ses potentiels impact futurs, complexes, ou élargis¹⁶⁸, permettant ainsi à des entreprises sans prétention morale d'obtenir des bons scores combinés, par exemple en raison d'une politique de management des personnels vertueuse, malgré un produit

¹⁶⁸ Dépassant le seul cadre de l'entreprise, de son environnement immédiat, ou de catégories environnementales standardisées (par exemple, les émissions CO₂)—la prétention de l'impact investing et de ses promoteurs est d'analyser les potentiels d'impact spécifiques à l'entreprise, au regard de son produit, les populations ou clients qu'elle atteint, et les écosystèmes avec lesquels elle interagit.

nocif pour l'environnement. Par ce discours, les acteurs du champ de l'impact investing font ainsi de la mesure d'impact un aspect distinctif.

Enfin, ce rôle structurel de la mesure d'impact n'existe pas que dans les discours de nos interviewés, mais aussi dans le cadrage officiel de l'impact investing dans des événements publics, tels que la Building Bridges Week. Par exemple, lors de l'édition 2019 de cet événement, nous avons pu assister à un panel traitant, entre autres, des « défis » de l'impact investing pour les prochaines années. L'un des participants du panel insistait alors sur le rôle de la mesure d'impact dans la crédibilité du mouvement face aux investisseurs : *"Investors ask: 'how do you assess impact?' We need to improve and convince that we can do it."* De même, lors d'une session sur l'impact investing organisée par l'association Euler, mentionnée plus haut, la définition qui en est donnée martèle, là encore, l'importance de l'« *impact measurement* », présenté comme l'un des trois axes de la définition de la pratique, à côté de l'intention et des retours économiques.

En somme, en plus de constituer un élément central des définitions officielles du GIIN, la question de la mesure des impacts s'impose aussi au sein du champ de notre étude comme un critère constitutif et distinctif de l'impact investing. Ainsi, en tant que dispositif technique, la mesure d'impact est une part importante des conventions de qualité de la finance d'impact. Et bien que le champ en question soit relativement peu soumis à des logiques contraignantes, on note dans les verbatims cités ci-dessus une forme de prescription dans l'adoption de pratiques de mesure d'impact chez les entreprises affirmant faire de l'impact investing. Sans que cette prescription soit orientée ou concrétisée, elle dénote tout de même de la centralité de cette notion, dans la définition de la pratique, de ses objectifs, et de sa particularité.

b. La mesure d'impact à Genève : une diversité d'approches correspondant à la diversité de l'espace des pratiques

En partant du constat précédent, à savoir la centralité de la question de la mesure des impacts dans le mouvement de l'impact investing—et en particulier de sa version genevoise—, nous allons questionner la manière dont une telle mesure se déploie, de manière pratique, dans ce champ. Dans cette section, nous réfléchirons au lien entre l'hétérogénéité de l'espace des pratiques mise en évidence plus haut dans le chapitre, et la manière dont les pratiques de mesure sont structurées dans le champ. Nous montrerons ainsi que les différents pôles de pratiques impliquent

mécaniquement des rapports différents à la mesure, ne serait-ce par la définition même de l'« impact » supposée par ces diverses pratiques¹⁶⁹.

Du pôle « microfinance » à l'impact *mainstream*, nous avons mis en évidence les rapports divergents que les entreprises d'*asset management* entretiennent avec leurs bénéficiaires et les objectifs d'impact qu'ils affichent. Ces différences pratiques ont des implications immédiates sur l'approche de la mesure d'impact. Prenons-en quelques exemples.¹⁷⁰ Du côté des pôles « microfinance » et « marchés émergents », les investissements réalisés promettent une amélioration de la vie de populations défavorisées, que ce soit—entre autres—par leur inclusion dans le système financier et bancaire, l'aide financière apportée au développement de leurs entreprises, ou encore des investissements en termes de sécurité alimentaire. Ainsi, l'impact, au sein de ces deux pôles est souvent conçu en termes de populations touchées par ces impacts, comme on peut le voir dans un rapport d'impact de Lime, qui rend compte des supposés impacts des investissements (*cf. Fig. 21*) : celui-ci mentionne par exemple que 96 millions de vies auraient été impactées, et plus de 30 000 emplois créés.

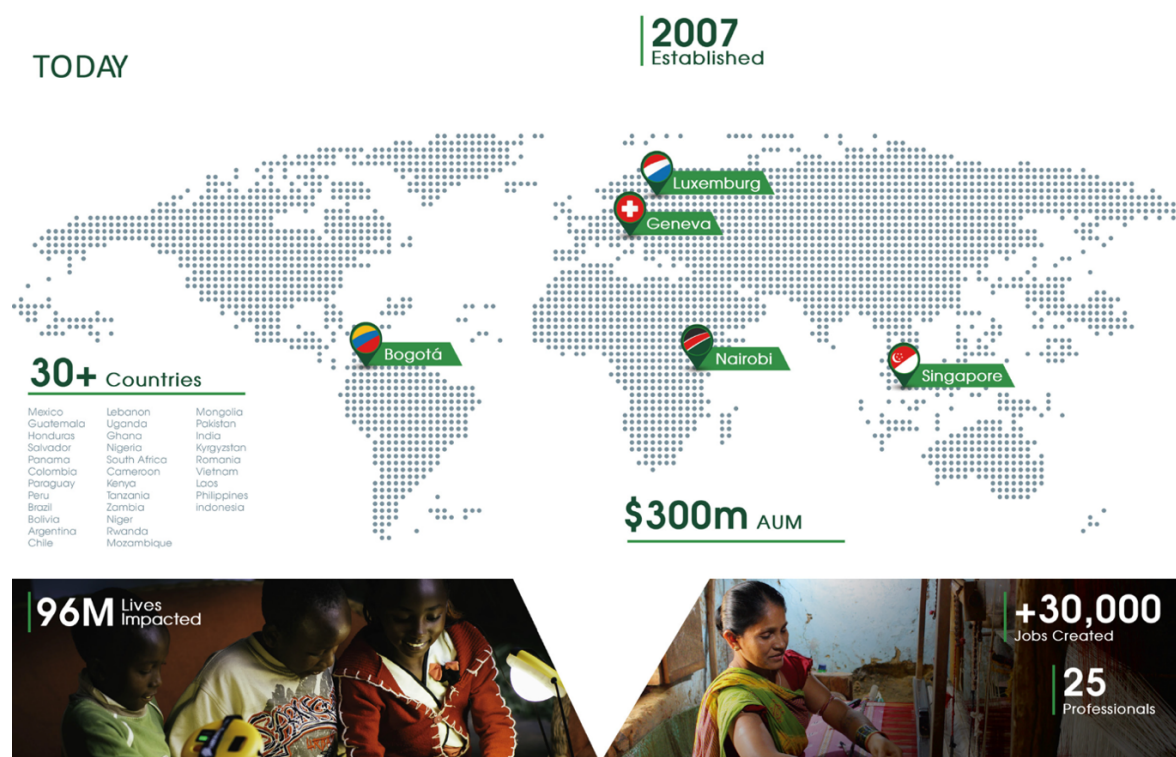


Figure 21 — Extrait du rapport d'impact 2017 de Lime

¹⁶⁹ Nous n'entrerons pas ici en détail dans les différents modes de mesure utilisés par les entreprises du champ. Une telle analyse sera plus utile dans les sections suivantes.

¹⁷⁰ Nous examinons, plus loin, de manière plus approfondie, les problématiques liées aux indicateurs, méthodologies de mesures, et récoltes de données dites d'impact.

À côté de ces approches, le pôle « environnemental » se focalise sur les impacts écologiques des investissements—rappelons à ce titre la notion d'économie « régénératrice » revendiquée par les acteurs de Regenae. Ainsi, l'impact est souvent défini selon la catégorie de ressources économisées/générées ou d'externalités évitées. Par exemple, Steelax, dans son rapport d'impact 2020-2021, met en avant l'effet de certains de ses investissements sur des quantités d'eau recyclées ainsi que sur des déchets recyclés ou réutilisés. Une autre mesure extrêmement employée par les *asset managers* se focalisant sur les enjeux environnementaux est celle des tonnes de CO₂ évitées, comme présenté dans l'infographie de Green Lotus en Fig. 22. Bref, nous observons là un rapport aux impacts très différent de celui du pôle précédent, ne serait-ce sur les types d'objets considérés (populations *vs* ressources/externalités).

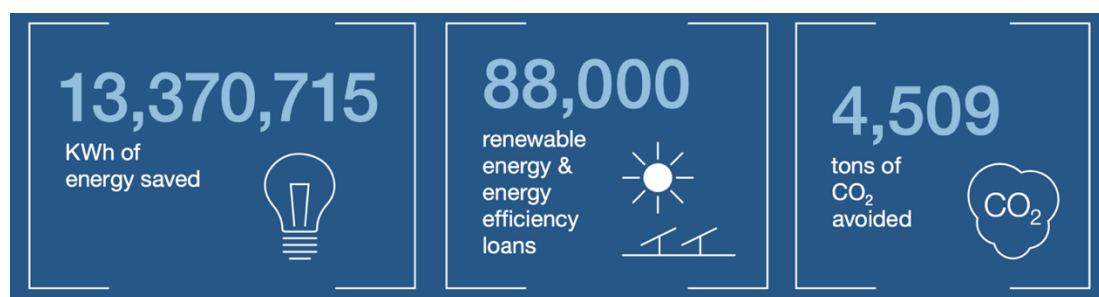


Figure 22 — Extrait du rapport d'impact 2019-2020 de Green Lotus, focus sur les impacts environnementaux

Enfin, du côté du pôle *mainstream*, la question des impacts revêt encore une tout autre dimension, incluant là encore un focus sur des données générales d'impact comme les ressources générées ou les externalités évitées, tout en ajoutant, par exemple dans le cas d'Hecate, des informations sur le rôle du vote actionnarial, notamment le pourcentage de votes auquel les gestionnaires du fonds ont pris part (ci-dessous, « *proxy voting* », dans l'extrait du rapport d'impact en Fig. 23), mais aussi les scores ESG des entreprises *investees*.¹⁷¹

¹⁷¹ Nous verrons également plus loin les implications qu'une approche *mainstream* de l'impact a sur le rapport aux données d'impact.

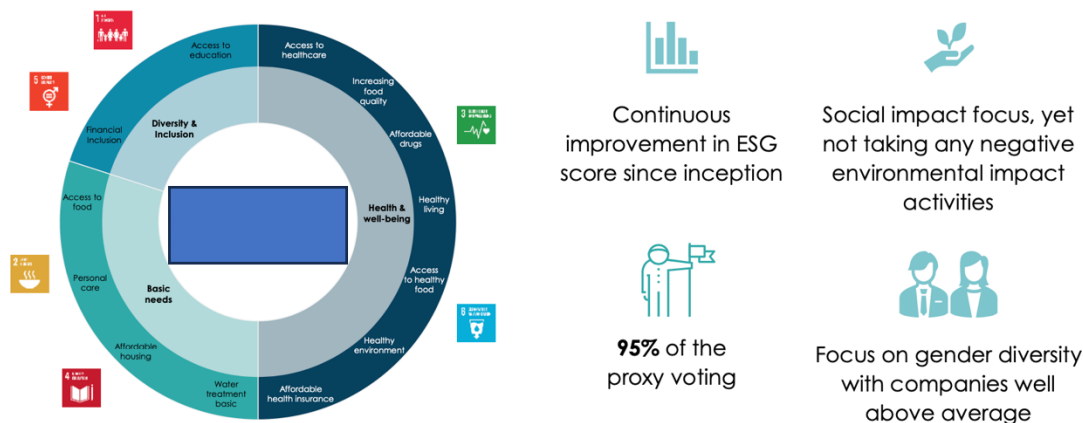


Figure 23 — Extrait du rapport d'impact 2021 d'Hecate, focus sur un fonds de public equity

Sans être pour le moment entrés dans les détails des mécanismes de mesure des impacts, nous pouvons déjà mettre en évidence le lien clair entre les pratiques variées des entreprises d'impact investing du champ genevois et les approches hétérogènes de leur objectivation des impacts.

Partant de ce constat, deux questions émergent alors : comment comprendre le maintien de cette diversité d'approches de la mesure ? Et comment cette diversité se caractérise-t-elle sur le plan pratique et technique ? Nous commencerons par voir que l'un des facteurs favorisant cette diversité réside dans un cadre réglementaire peu contraignant (**c.**), puis nous examinerons les aspects comptables de cette diversité (**d.**).

c. Une diversité permise par un cadre réglementaire peu contraignant

Comme montré dans le premier chapitre, le champ a émergé, entre autres, à la faveur de mécanismes endogènes n'entraînant pas l'apparition d'instances de gouvernance internes ou externes pour stabiliser ou aligner les pratiques de ses participants. Mais au-delà de la question de ces instances de gouvernance, qu'en est-il du cadre réglementaire gouvernant les investissements à impact ?

La principale régulation sur les investissements durables qui s'applique aux acteurs du champ est la SFDR (Sustainable Finance Disclosure Regulation)¹⁷². Il s'agit d'une régulation européenne¹⁷³ datant de 2019 et qui a pris effet en mars 2021. C'est donc essentiellement par rapport à la SFDR que les *asset managers* du champ de l'impact investing genevois doivent désormais se positionner. L'article premier de ce texte définit ainsi ses objectifs :

“This Regulation lays down harmonised rules for financial market participants and financial advisers on transparency with regard to the integration of sustainability risks and the consideration of adverse sustainability impacts in their processes and the provision of sustainability-related information with respect to financial products.” (Official Journal of the European Union, 2019)

Le principe de la SFDR est ainsi de contraindre les acteurs financiers s'auto-déclarant en « finance durable » à communiquer sur la signification de cette allégation. Cela passe par une contrainte principale, définie dans l'article 10 (*cf. infra*). Ce dernier réclame de ces acteurs qu'ils rendent public leur positionnement « durable », selon les critères précisés dans deux autres articles, le 8 et le 9¹⁷⁴.

¹⁷² Il existe également une taxonomie européenne sur la finance durable, souvent abrégée « *green taxonomy* ». Nous n'intégrons cependant pas cette dernière au cœur de notre analyse pour deux principales raisons. 1) Celle-ci concerne spécifiquement les investissements avec un impact sur l'environnement, selon six axes tels que l'« adaptation au changement climatique », ou son ralentissement. Par conséquent, elle ne concerne pas directement un certain nombre des acteurs de notre enquête, focalisés sur les impacts sociaux, comme ceux de la microfinance. 2) L'entrée en matière de cette régulation a eu lieu très récemment, en plusieurs étapes, entre janvier 2022 et janvier 2023, pour des premiers rapports devant être remis en 2024. Ainsi, les données récoltées au moment de notre enquête ne permettent pas de prendre finement en compte les effets de cette régulation sur les comportements des enquêtés. Par ailleurs, cette taxonomie ne définit pas à proprement parler les modes d'investissements durables, mais identifie des secteurs valides pour prétendre à une activité « durable ». Plus d'informations à ce sujet sont disponibles à cette adresse : <https://eu-taxonomy.info/info/eu-taxonomy-timeline> (dernière consultation le 17.06.2024)

¹⁷³ Bien que les acteurs suisses ne soient pas directement contraints par les régulations européennes, ils doivent s'y adapter dans un certain nombre de cas, notamment s'ils proposent leurs produits à des acteurs européens. En pratique, les acteurs suisses n'ont pas la possibilité d'ignorer cette régulation.

¹⁷⁴ Parallèlement aux articles 8 et 9, l'article 6 précise que les fonds non durables doivent également communiquer un certain nombre d'informations concernant les risques relatifs à la soutenabilité. Ainsi, les fonds non durables sont souvent qualifiés de fonds « article 6 ».

Article 10

Transparency of the promotion of environmental or social characteristics and of sustainable investments on websites

1. Financial market participants shall publish and maintain on their websites the following information for each financial product referred to in Article 8(1) and Article 9(1), (2) and (3):

- (a) a description of the environmental or social characteristics or the sustainable investment objective;
- (b) information on the methodologies used to assess, measure and monitor the environmental or social characteristics or the impact of the sustainable investments selected for the financial product, including its data sources, screening criteria for the underlying assets and the relevant sustainability indicators used to measure the environmental or social characteristics or the overall sustainable impact of the financial product;
- (c) the information referred to in Articles 8 and 9;
- (d) the information referred to in Article 11.

The information to be disclosed pursuant to the first subparagraph shall be clear, succinct and understandable to investors. It shall be published in a way that is accurate, fair, clear, not misleading, simple and concise and in a prominent easily accessible area of the website.

Source : Official Journal of the European Union, 2019 (extrait de l'article 10)

Les articles 8 et 9 définissent ainsi deux types de produits durable (*cf. infra*). L'article 8 précise les informations qu'une institution financière doit rendre publiques lorsque sa stratégie durable s'appuie sur un produit qui « *promeut, entre autres, des caractéristiques environnementales ou sociales* » (notre traduction). L'article 9, lui, se veut plus restrictif, car il s'applique aux produits qui « *ont pour objectif un investissement durable* » (notre traduction). Dans la pratique, les fonds prétendent « durables » se classent soit en « article 8 », soit en « article 9 », et sont généralement respectivement qualifiés de « *light green* » et de « *dark green* »¹⁷⁵.

Article 8

Transparency of the promotion of environmental or social characteristics in pre-contractual disclosures

1. Where a financial product promotes, among other characteristics, environmental or social characteristics, or a combination of those characteristics, provided that the companies in which the investments are made follow good governance practices, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall include the following:

- (a) information on how those characteristics are met;
- (b) if an index has been designated as a reference benchmark, information on whether and how this index is consistent with those characteristics.

¹⁷⁵ Il s'agit d'expressions indigènes, utilisées aussi bien par les gestionnaires de fonds, que les acteurs périphériques comme les entreprises de conseil.

Article 9

Transparency of sustainable investments in pre-contractual disclosures

1. Where a financial product has sustainable investment as its objective and an index has been designated as a reference benchmark, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall be accompanied by the following:
 - (a) information on how the designated index is aligned with that objective;
 - (b) an explanation as to why and how the designated index aligned with that objective differs from a broad market index.
2. Where a financial product has sustainable investment as its objective and no index has been designated as a reference benchmark, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall include an explanation on how that objective is to be attained.
3. Where a financial product has a reduction in carbon emissions as its objective, the information to be disclosed pursuant to Article 6(1) and (3) shall include the objective of low carbon emission exposure in view of achieving the long-term global warming objectives of the Paris Agreement.

Source : *Official Journal of the European Union, 2019 (extraits des articles 8 & 9)*

Pour autant, cette réglementation ne définit pas clairement les contours de ce que peuvent être des activités durables et donne peu d'éléments concernant la manière de communiquer les informations. Si les articles 8 et 9 précisent que les *asset managers* doivent indiquer la « *méthodologie* » qui a permis d'établir qu'un investissement a un « *objectif durable* » ou contient « *entre autres, des caractéristiques durables* », peu de contraintes sont mises sur la nature et la mise en œuvre d'une telle méthodologie.

Par conséquent la SFDR, ne permet pas de différencier les *asset managers* du champ de l'impact investing genevois selon les différences de pratiques et de mesures que nous avons soulignées jusqu'à présent. Un/e cofondateur/trice de SFG¹⁷⁶, revient sur la difficulté à attribuer un label clair à l'impact investing, notant que l'article 8 inclut des approches d'investissement extrêmement variées :

« On n'a pas réussi, même, à SFG, de définir clairement : parce qu'il y avait dans l'impact investing... il y avait la microfinance, ensuite il y avait ceux qui faisaient du *private equity*, ensuite il y a ceux qui faisaient du coté, mais qui voulaient dire qu'ils faisaient de l'impact. Voilà, tout ça. Et puis après, certains voulaient vendre leur méthodologie, donc. Et puis avoir la crédibilité, le label, et il y avait pas de label non plus. Et puis le label c'est toujours délicat, nous on est opposé, on aime beaucoup la transparence, donner beaucoup de transparence et d'informations sur de quoi est composé un portefeuille, et la mesure de label c'est que vous êtes impact ou vous ne l'êtes pas, vous êtes durable ou vous ne l'êtes pas. Et quand on voit, quand on a screené tous les fonds 'article 8', on voit qu'il y a un monde entre ce que les uns disent et prétendent être durable et d'autres. Donc c'est difficile d'avoir un label qui dit, ça c'est durable, ça, ça ne l'est pas. Est-ce que le *fossil fuel* est durable ou pas ? Est-ce que la transition, vous l'autorisez ? Est-ce que finalement vous voulez que les *best-in-class*, ou est-ce que

¹⁷⁶ Pour rappel, SFG (Swiss Sustainable Geneva) est une association fédérant des acteurs de la finance durable et promouvant ses approches.

vous éliminez les moins bon ? Donc il y a des nuances qui sont assez différentes. » (Un/e cofondateur/trice de SFG)

Au sein du champ de notre étude, la SFDR se révèle effectivement peu opérante, dans la mesure où la grande majorité des fonds des organisations étudiées sont classées en « article 9 », que ce soient les fonds microfinance d’Harmony ou les fonds listés d’Hecate. Ainsi, bien que l’approche *mainstream* d’Hecate soit critiquée par certains acteurs au sein du champ, elle entre dans la même catégorie réglementaire que les autres, ce qui lui offre une légitimité en lui permettant d’affirmer avoir l’approche la plus durable, aux yeux du régulateur (plus que celle de l’article 8). Ainsi, Caroline Dubas, d’Hecate, fait de cette classification une catégorie légitimante :

« Le simple fait, en mars [2022] de devoir se positionner par rapport cet article 8 ou 9 a, je pense, amené un certain nombre de sueurs froides à pas mal d'acteurs. Et quand vous regardez les statistiques, y a peu de sociétés qui ont des fonds en article 9, donc la question du risque réputationnel, elle s'est déjà posée ; et je pense que les gens se sont mis en article 8 par conservatisme, en attendant de voir un petit peu les choses s'éclairer, et comment effectivement on va être jugés, ou en tout cas évalués, sur ces aspects-là. Maintenant, nous, la question s'est pas posée vu que de toute façon, la raison d'être d'Hecate, c'est de faire de l'investissement à impact, donc si aujourd'hui, nous, on avait pas la capacité de se classer en en article 9, c'est qu'on aurait loupé un truc dans le *business model*. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

En somme, l’hétérogénéité des pratiques dans le champ de l’impact investing genevois est assortie d’approches de la mesure d’impact tout aussi variées, et relativement peu cadrées par la régulation européenne, qui ne permet pas de faire de différence entre des acteurs dont les pratiques reposent pourtant sur des moralités et pratiques très éloignées, comme montré plus haut.

d. De la diversité des conceptions de l’impact et de son objectivation par la mesure, à la distribution des moralités

Comme précisé au début de cette thèse, cet enjeu de diversité des approches du concept d’impact et de son objectivation par la mesure a donné lieu à de nombreuses publications—dépassant le seul champ des sciences sociales—visant à étudier et résoudre ces désalignements et proposer des pistes de standardisation. D’autres ont également observé les conditions de cette diversité et ses conséquences sur les régimes de valuation générés dans l’industrie de l’impact investing. En particulier, Guter-Sandu (2022) observe dans un récent article les origines et les matérialisations de cette diversité comptable de la notion d’impact. Parallèlement à la diversité interprétative que l’on observe dans le cas genevois, il montre que, à l’échelle globale, les projets de mesure d’impact ont essentiellement donné lieu à l’émergence de *frameworks* (cadres) adaptables, utilisés et exploités de

manière différenciée au cas par cas¹⁷⁷. Ainsi, les deux outils principaux promus par les initiateurs du mouvement de l'impact (notamment le GIIN) n'ont nullement permis de réduire la diversité comptable de la mesure de l'impact. Le premier, l'IRIS, fonctionne comme une banque d'indicateurs¹⁷⁸ dans lesquels les parties prenantes peuvent librement piocher pour tenter d'objectiver certaines de leurs promesses d'impact. En ce qui concerne le second, le GIIRS, l'idée est de créer des scores agrégés et quantifiés, rendant compte d'une diversité de dimensions sociales/environnementales. Mais dans les deux cas, le choix des éléments pris en compte, évalués, et les méthodes choisies restent à la discrétion des parties prenantes—c'est-à-dire des investisseurs ou des gestionnaires d'actifs—selon des conceptions et présupposés épistémologiques variés (Nicholls, Paton et Emerson, 2015). Guter-Sandu montre ainsi qu'il en résulte une utilisation « *exploitative* » de la mesure d'impact, idiosyncrasique, et faisant la part belle aux dynamiques internes aux marchés financiers (plutôt que de se conformer à des standards extérieurs) :

« Indeed, there are no precise guidelines as to what “impact” means, and in most instances this ambiguity is meant to be resolved through what can be called discretionary action: stakeholders can decide which metric or framework to utilize based on their unique circumstances—indeed, they can pick from the available ones or they can fashion their own. Furthermore, when it comes to the metrics themselves, what has been prescribed by industry regulators was not a narrowing down or standardization of the diversity of metric frameworks, but rather an acceptance of their heterogeneity and in some cases malleability. And even though there are frameworks that are more inflexible or “technocratic,” by and large the metrics that have emerged endogenously are characterized by a significant amount of plasticity and are to a great degree participative. » (Guter-Sandu, 2022, p. 12)

Cette analyse macrosociale est ainsi en phase avec la prédominance des mécanismes endogènes¹⁷⁹ que nous observons dans le cas de l'impact investing à Genève et qui soutiennent l'hétérogénéité peu questionnée caractérisant à la fois les pratiques générales de l'impact investing, et ses approches de mesure d'impact.

Ayant mis en évidence cette hétérogénéité et ces utilisations idiosyncrasiques de la mesure d'impact, aussi bien à l'échelle globale que locale, nous proposons de poser la question de la manière dont ces modes d'objectivation variés de l'impact sont maintenus en pratique *et* structurent également la distribution des moralités de l'impact investing. En effet, à la différence de la comptabilité de la valeur financière, celle de la valeur dite d'« impact » ne repose pas sur des principes stables,

¹⁷⁷ Cet enjeu d'unité des *frameworks* n'est pas limité à l'impact investing et peut aussi se poser dans la finance ESG. Mais le cas de l'impact investing donne à voir un désalignement encore plus grand, se manifestant dans une faible conformité à des standards, et l'absence de régulation spécifique (nous y revenons plus loin).

¹⁷⁸ Par exemple : « nombre d'emplois créés », « nombre d'étudiants enrôlés », etc. Nous revenons plus loin sur le rôle d'IRIS.

¹⁷⁹ Notons que l'on retrouve là encore la double implication du terme « endogène », référant à la fois à l'intériorité d'un champ géographique (ici, Genève) et à celle d'un champ organisationnel (ici, le marché financier).

harmonisés et contraignants (Brandenburg, 2012), ni sur un *framework* partagé, comme cela peut l'être dans cas lors de la soumission de projets d'ONG à des agences de financement (Martinez et Cooper, 2019). Partant de là, comment l'hétérogénéité de cette comptabilité est-elle maintenue en pratique, comment structure-t-elle les conventions de l'impact investing à Genève et comment renforce-t-elle leur cohérence interne ?

Nous commencerons par réfléchir aux outils théoriques utiles à la résolution de cette question, puis montrerons, *via* une analyse plus fine des dispositifs de mesure d'impact, que ces derniers jouent un rôle important dans l'ancrage et le maintien de la variété et de la permissivité des conventions (et moralités qu'elles sous-tendent), dans le champ genevois de l'impact investing.

Les racines techniques de la diversité de la mesure d'impact : la mesure comme processus comptable

La littérature examinant les mesures d'impact en finance durable a essentiellement observé celles-ci sous l'angle de la *valuation*. En effet, une importante question qui se pose lorsque les marchés financiers prétendent pouvoir mesurer les impacts sociaux est celle de l'attribution de la valeur non économique (sociale et/ou environnementale), ainsi que son articulation avec la valeur économique (Barman, 2015, 2017, 2020 ; Bryan et Rafferty, 2014 ; Chiapello, 2015 ; Chiapello et Godefroy, 2017 ; Chiapello et Knoll, 2020a ; Fine, 2012 ; Langley, 2020). En particulier, Chiapello et Godefroy (2017) discutent le cas de l'impact investing en France et mettent en avant la pluralité des modes d'évaluation et de coordination qui coexistent sur ce marché. Ils montrent qu'au-delà de leur fonction classante et évaluative, ces diverses conventions de qualité se matérialisent dans des dispositifs techniques, en l'occurrence des dispositifs de mesure et de jugement (Karpik, 2007), qui permettent de segmenter le marché en différentes catégories de produits. La partition de l'impact investing est donc structurée par les différents standards et dispositifs qui cadrent la pratique :

“Unless a standard succeeds in accumulating enough coercive force (e.g. via a legal obligation) or economic force (e.g. by attracting the market's most powerful actors) to permanently sideline other proposals, the debates are more likely to end in fragmentation of the markets, with many actors using a variety of quality judgment systems.” (Chiapello et Godefroy, 2017, p. 159)

Si nos résultats sont en phase avec ce constat sur la diversité des approches de la mesure d'impact et des conventions identifiées plus haut, nous nous posons une question symétrique : plutôt que d'expliquer comment ces dispositifs de mesure et de jugement partitionnent le marché, nous nous demanderons comment, dans le cas genevois, cette diversité de dispositifs persiste de manière cohérente aux yeux de ses participants, sans que ne soit établie de distinction affirmée entre les

produits qui s’y échangent. En d’autres termes, nous proposons de partir de la lecture de Chiapello et Godefroy (2017) observant des conventions structurées par divers dispositifs techniques (de mesure), tout en abordant sous cet angle la question du maintien de ces conventions multiples, dans la lignée de ce que nous avons entrepris dans la partie précédente du chapitre.

Les approches existantes sur la question des dispositifs de jugement et de mesure dans l’impact investing permettent de comprendre si et comment des régimes de valeur distincts peuvent coexister, les relations qui les unissent, et les conséquences pratiques de l’émergence de régimes de valuation croisés. Si cette littérature a une grande importance théorique (sur le plan de la compréhension des modes de valuation) et pratique (car elle questionne aussi l’efficacité et les conditions de la mise en place de ces régimes dans la résolution de problèmes d’envergure), nous proposons ici de faire un pas de côté afin d’aborder la question des mesures d’impact sous un angle qui nous paraît plus fécond pour répondre à cette question du maintien et de la structure de la diversité. Dans l’article précédemment cité, Guter-Sandu (2022) rappelle que la mesure d’impact est un processus social reposant sur des « *accounting systems* »—des systèmes comptables—qui véhiculent les valeurs économiques et extra-économiques (sociales/environnementales). Si la notion de comptabilité renvoie, dans le langage courant, à une activité professionnelle très définie consistant essentiellement dans la mesure des moyens, des ressources, des recettes et des dépenses d’une organisation, elle se rapporte aussi—dans un champ de recherche plus large—à l’ensemble des dispositifs et processus sociaux impliquant le fait de compter, rendre compte, rendre calculables des objets, individus, ou espaces. Dans un récent article, Bracking (2024) propose également, à partir du cas des *green bonds*, d’observer la moralité de la finance à impact *via* ses dispositifs de mesure, se déployant à travers des inscriptions comptables, des systèmes de valuation, et des approches discursives et interprétatives. Elle montre ainsi que ces dispositifs supposément capables d’évaluer empiriquement des effets doivent plutôt être conçus comme des « *petites machines* », qui produisent des « *convictions chez autrui* » et de l’« *objectivité* » (Rose, 1999, p. 37, notre traduction), et qui, en l’occurrence, ancrent certains présupposés moraux. Ces derniers sont incorporés dans des « *croyances épistémiques* » (Millo, Barman et Hall, 2016, notre traduction) qui supposent une ou des bonnes manières de compter (des impacts, en l’occurrence). Dans cette perspective, nous proposons de poser notre regard sur les systèmes comptables qui équipent la mesure d’impact, leur rôle et leurs fonctions en tant que tels. Autrement dit, plutôt que de nous focaliser prioritairement sur la question des modes de valuation qu’ils charrient, nous nous demanderons comment la mesure d’impact, en tant que pratique comptable, affecte la construction de l’impact investing et de sa moralité pratique à l’échelle du champ genevois. Cette approche a l’avantage de ne pas

seulement interroger les valeurs que la mesure construit, mais aussi la manière dont la pratique de cette mesure délimite la notion d'impact et cadre l'impact investing. Concevoir la mesure comme un processus comptable nous permet alors d'enrichir notre approche grâce à une littérature en *accounting* cherchant à identifier les fonctions de ces processus et les conséquences qu'ils ont sur les objets qu'ils « comptent » (Mennicken, Miller et Samiolo, 2008).

Dans un article fondateur visant à identifier les thèmes et fonctions principales des dispositifs comptables, Miller et Power (2013) leur attribuent quatre principaux « rôles » : « *territorializing* », signifiant que la comptabilité délimite des espaces et des objets sur lesquels elle peut s'exercer ; « *mediating* », car les processus comptables relient des objets, des individus, et des concepts de performance ; « *adjudicating* », dans la mesure où la comptabilité sanctionne, par une évaluation de performance, les productions d'individus ou d'organisations, et « *subjectivizing* », puisque ces évaluations présupposent le libre arbitre et la responsabilité des individus évalués. La notion de territorialisation telle qu'elle est utilisée par Miller et Power, suggère que les dispositifs et activités comptables, par leur capacité à rendre calculables¹⁸⁰ (ou à mettre en calcul) des espaces et des objets, les territorialisent. Autrement dit, cela permet à des réalités sociales de devenir des « *territoires de la comptabilité* », définis et bornés par ces pratiques comptables :

“The constitution of these territories of accounting enables them and their respective performances to be reviewed, evaluated, and compared with other such spaces by senior managers, board members, regulators, or even in some instances (such as public services) by the general public. This means that territorializing is not confined to states and statehood. Territorializing is achieved by linking ideas of the market with the instruments of accounting, so as to allow households, hospitals, schools, retired persons, or whatever to be constituted as accounting subjects obligated to calculate or be calculated. The calculative practices of accounting play a crucial role here, making calculable and visible in a specific way what was previously incalculable.” (Miller, Power, 2013, p. 579-580)

Sans investir de manière profondément territoriale et géographique la construction des espaces de la comptabilité dans l'impact investing, notons que cette notion de territorialisation permet néanmoins de mettre l'accent sur l'objet soumis à un processus comptable, et pas seulement sur les régimes de valeurs produits, combinés ou amendés pendant l'opération.

Ainsi, nous proposons de partir de cette conception de la comptabilité, comme processus qui met en relation des acteurs et des concepts, leur attribue des scores de performance dont ils sont considérés responsables, et définit des réalités empiriques qui font l'objet de ces évaluations. Nous chercherons alors à mettre en évidence la manière dont la notion d'impact est définie, délimitée, et

¹⁸⁰ La notion de calculabilité, centrale dans la recherche en *accounting*, signifie ici : rendre compréhensible des objets par leur réduction à des catégories anticipables, comptables, souvent quantifiées, et traçables.

mise en relation avec des acteurs, dans les processus comptables de mesure à l'œuvre dans le champ. Autrement dit, en bornant et médiant l'impact dans un processus d'évaluation de performances liant investisseurs, *asset managers*, *investees*, et les activités de ces acteurs, la notion d'impact est définie sur le plan pratique ; elle est rendue comptable, et « calculable » (Miller, 1992), c'est-à-dire sujette à une réduction à un indicateur de performance. Nous chercherons ainsi à mettre en évidence les caractéristiques de cette mise en calcul de l'impact. Or, nous avons souligné jusqu'à maintenant la diversité et l'hétérogénéité des approches de l'impact investing au sein d'un même champ géographique, tout en soulignant les liens entre cette diversité pratique¹⁸¹ et des moralités variables, au sein de conventions de qualité multiples peu attaquées. Dans cette section, nous montrerons que cette variabilité pratique et morale est également ancrée dans des dispositifs comptables techniques. Ces derniers rendent la notion d'impact compatible avec cette idiosyncrasie des pratiques et de leurs moralités, et renforcent la cohérence interne des conventions ainsi formées.

Les processus de « mise en comptabilité/auditabilité » (Power, 1996) tels qu'ils sont le plus souvent étudiés par la littérature ont pour fonction de tracer les contours des espaces calculables et contrôlables par les processus comptables (Mennicken et Miller, 2012), et de définir les objets de la comptabilité. Nous montrerons que, dans le cas de l'impact investing à Genève, la notion d'impact subit une mise en calcul comptable particulièrement permissive, qui donne lieu à une délimitation variable de l'objet « impact », au cœur de la pratique de l'impact investing (et dans des approches de l'objectivation des impacts très variées, comme nous l'avons vu superficiellement en **b.**). Par « mise en calcul permissive », nous affirmons que les processus de transformation du concept d'impact en une catégorie comptable (mise en calcul *via* des scores et autres indicateurs) se fait selon des normes interprétables et aisément adaptables aux grandes variabilités pratiques dans le champ (*cf.* notamment les pôles de pratiques). Nous verrons ainsi que la variabilité et l'hétérogénéité observées jusqu'à présent dans les pratiques du champ s'articulent avec une malléabilité globale du concept d'impact, dans la sphère comptable. Mais nous verrons que ces aspects comptables ne font pas qu'accentuer cette diversité : en l'ancrant techniquement, ils la structurent en renforçant les différentes conventions sur lesquelles elle s'appuie.

Pour étudier la nature de la mise en calcul comptable¹⁸² permissive dans l'impact investing à Genève, nous examinerons successivement trois grandes fonctions classiques de la comptabilité, et constitutives de la mise en calcul des objets sur lesquels elle s'exerce. Dans chaque cas, nous verrons en quoi l'hétérogénéité des approches de mesure et la malléabilité générale de la comptabilité

¹⁸¹ Et en particulier de la diversité pratique de la mesure d'impact, esquissée dans les précédentes pages.

¹⁸² Plus loin, simplement « mise en calcul ».

d'impact qui la structure se traduisent dans et se maintiennent *via* des versions diverses et occasionnellement affaiblies¹⁸³ de ces fonctions comptables, conduisant à une mise en calcul globalement permissive de l'objet « impact » qui renforce les conventions diverses que nous avons identifiées. Nous commencerons par observer la manière dont la comptabilité d'impact traite la question de **l'action à distance**, *i.e.* les façons de collecter et vérifier l'information sur les *investees* et leur suivi, tout en s'assurant de sa qualité et de son authenticité (**i.**). Nous poursuivrons en examinant comment cette information de premier ordre est **transformée, mise en mesures**, et traduite dans des catégories comptables de second ordre, en questionnant notamment la manière dont ces catégories définissent la notion d'impact, ainsi que leur (in)comparabilité et (in)commensurabilité (**ii.**). Enfin, nous aborderons la question de la **communication et du reporting** des résultats des processus de comptabilité d'impact, avec un focus sur le rôle des rapports d'impacts, et les attentes des investisseurs initiaux (**iii.**). À partir de l'analyse de ces différentes fonctions comptables, nous concluons sur l'existence d'un mode de mise en calcul comptable permissif des impacts, donnant lieu à une faible détermination de l'objet « impact ». Nous montrerons alors que cette permissivité des dispositifs comptables permet aux diverses formes de la mesure d'impact de nourrir et ainsi renforcer les différentes conventions de qualité identifiées précédemment.

i. La difficulté de l'action à distance et la qualité des données de premier ordre récoltées

L'un des principaux enjeux de la mise en calcul comptable d'un objet est celui du rapport entre l'entité qui produit la connaissance comptable sur celui-ci et les entités qui produisent l'activité évaluée. Autrement dit, l'enjeu est celui de la distance entre un « centre de calcul » (Latour, 2015) et des objets calculés. En s'appuyant sur Latour, Robson (1992) revient sur ce problème de l'écart entre A) le centre de calcul produisant le savoir 'ici', et B) la pratique (l'objet du savoir) 'là-bas', en interrogeant la manière dont un centre de calcul peut produire, en même temps, du savoir sur des réalités pratiques variées, sans s'y trouver pour autant. C'est le problème de l'action à distance :

“A lack of ‘correspondence’ between the forms of explanation ‘here’ and the objects to which refer ‘out there’ is only a problem for those who wish to act at a distance [...] The more remote [...] the actor is from the setting he or she wishes to act upon, the more translations or forms of the setting (‘information’) need to be mobilized in order to overcome the problem of distance. The term translation here usefully suggests the role of distance: translation signals the notion of movement or displacement from one context to another.” (Robson, 1992, p. 691)

¹⁸³ Par « version affaiblie », nous voulons dire que ces fonctions sont parfois mise en œuvre de manière atténuée, ou partielle, par certains *asset managers*.

Robson met ainsi en évidence le rôle des « inscriptions » comptables, les définissant comme des « *traductions matérielles d'un contexte (setting) sur lequel on agit (to be acted upon)* » (Robson, 1992, p. 691, notre traduction), et apportant une solution au problème de l'action à distance. Les processus de comptabilité produisent ainsi des inscriptions destinées à réduire à un objet de savoir des activités diverses ; ces inscriptions peuvent alors être des données quantifiées, des rapports, des scores... L'action à distance n'est ainsi pas qu'un enjeu de contrôle, mais aussi de *pouvoir* sur des espaces réductibles à diverses connaissances assimilables *en même temps* par un centre (Mennicken et Miller, 2012 ; Miller et Rose, 1990). Miller et Rose (1990) théorisent par exemple le rôle de l'action à distance dans l'exercice du pouvoir politique, notamment en France et au Royaume-Uni dans la période de l'après-guerre. En particulier, la comptabilité nationale, matérialisée dans des programmes de planification économique, s'accompagne d'un ensemble de catégories (croissance, production, etc.) et d'inscriptions comptables, comme le tableau entrées-sorties. Ces outils permettent ainsi la création d'un objet, l'économie nationale, « *to be known, recorded, calculated and operated* » (Miller and Rose, 1990, p. 12) depuis un centre, c'est-à-dire, en l'occurrence, la puissance publique. Comme le précise Robson (1992), l'action à distance ne se rapporte pas qu'à la distance physique entre le centre et l'objet de connaissance, mais à la capacité d'agir, *en même temps* depuis ce centre, sur différents espaces qui deviennent alors des territoires contenant des objets sur lesquels la comptabilité s'exerce.

Dans le cas de l'impact investing, l'enjeu du contrôle à distance est crucial dans la comptabilité d'impact. En effet, la territorialisation des espaces de comptabilité d'impact, et surtout la mise en calcul de la notion d'impact, sont le fait d'une chaîne d'entités disposant de statuts et de rôles divers, entre lesquels la fonction de médiation (Miller et Power, 2013) de la comptabilité va agir. Comme nous l'avons vu, les acteurs proposant des produits d'impact investing à Genève (*asset managers*), sont distincts des entités dont ils prétendent mesurer les impacts (leurs *investees*)¹⁸⁴. Cette situation pose donc une difficulté d'exercice de l'action à distance et de médiation tout à fait classique, et parfois accentuée par la distance physique importante qu'il peut exister entre les *asset managers* et leurs *investees*, en particulier dans le cas où ces derniers se trouvent dans des pays en développement. Comme nous le verrons, l'information sur ces *investees* doit donc être récoltée par les *asset managers* au moyen de diverses inscriptions comptables (*cf. Fig. 24*).

¹⁸⁴ D'autant plus qu'il existe encore une distance entre ces *investees* et leurs clients sur place (*end-clients*), et tous les autres acteurs sur lesquels leurs activités peuvent avoir des impacts.

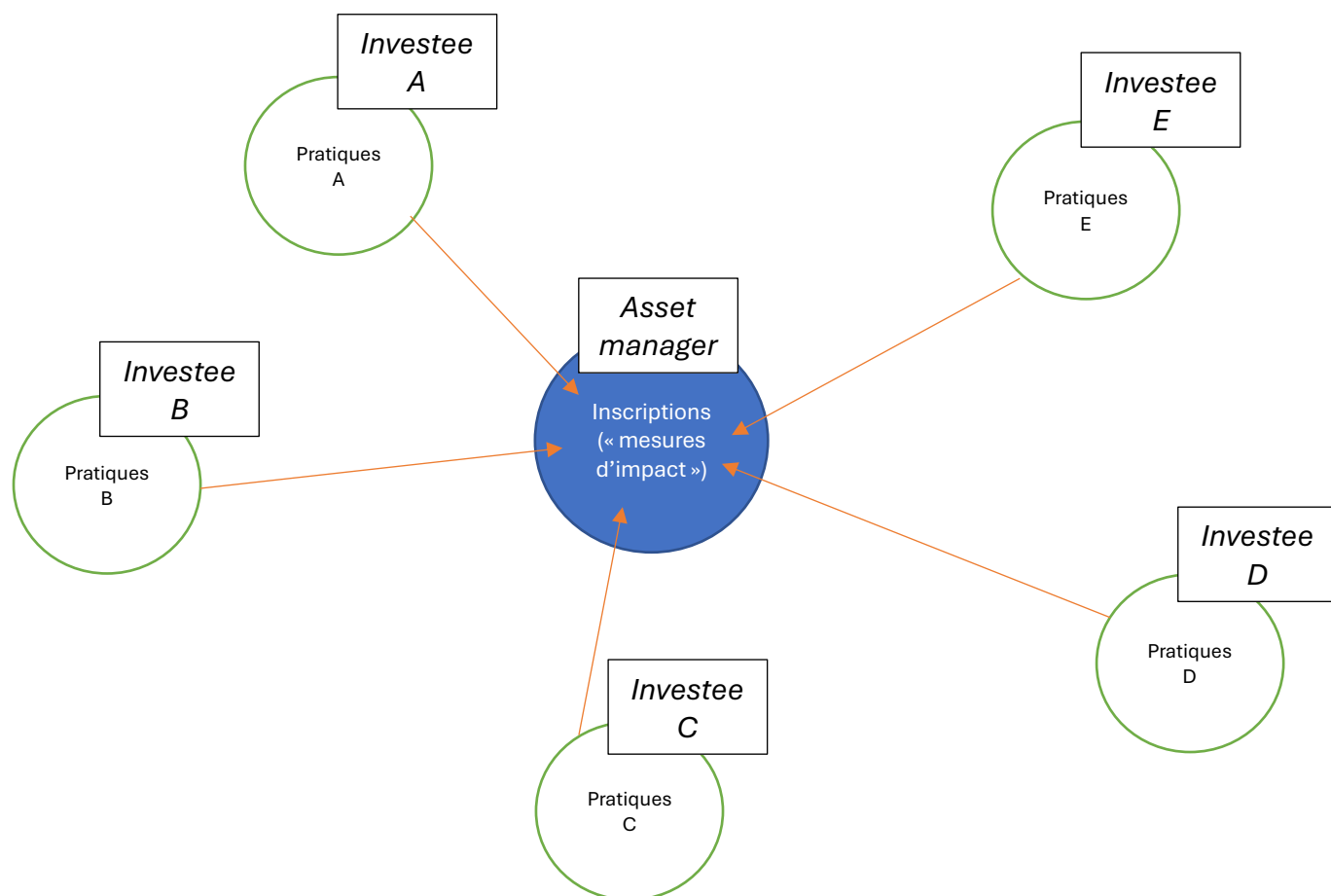


Figure 24 — L'action à distance, par les inscriptions, des *asset managers* sur les pratiques de leurs *investees* établit des territoires de comptabilité d'impact. Schéma inspiré de Latour (2015) et Robson (1992)

La plupart des investissements à impact réalisés par les acteurs de notre champ suivent un processus similaire, mais donnent à voir une importante diversité du traitement de l'action à distance. Nous verrons ainsi que les différents types de rapports entre *asset managers* et *investees* impliquent parfois des formes complexes de l'exercice de l'action à distance, donnant lieu à des collectes de données—ou mesures de premier ordre¹⁸⁵ (Power, 2004)—ayant des statuts variés, et affectant parfois la qualité ou la complétude des informations transmises de la périphérie (*investees*) vers le centre (*asset managers*).

Comme les processus d'investissement observés suivent, dans les grandes lignes, une structure similaire chez tous les acteurs, nous examinerons successivement les deux grandes phases d'un investissement et le rapport à l'action à distance au cours de chacune d'entre elles : la phase

¹⁸⁵ Ce concept fait référence aux données initiales récoltées dans un processus comptable, avant d'être transformées par différentes opérations de mise en calcul (*calculation*).

préinvestissement—incluant le *screening* et la *due diligence*—(1.), et la phase de *monitoring* (2.) [cf. par exemple, Fig. 25, qui présente les différentes phases d'un investissement chez Steelax, issu d'un document présent sur le site *web* de l'entreprise].¹⁸⁶

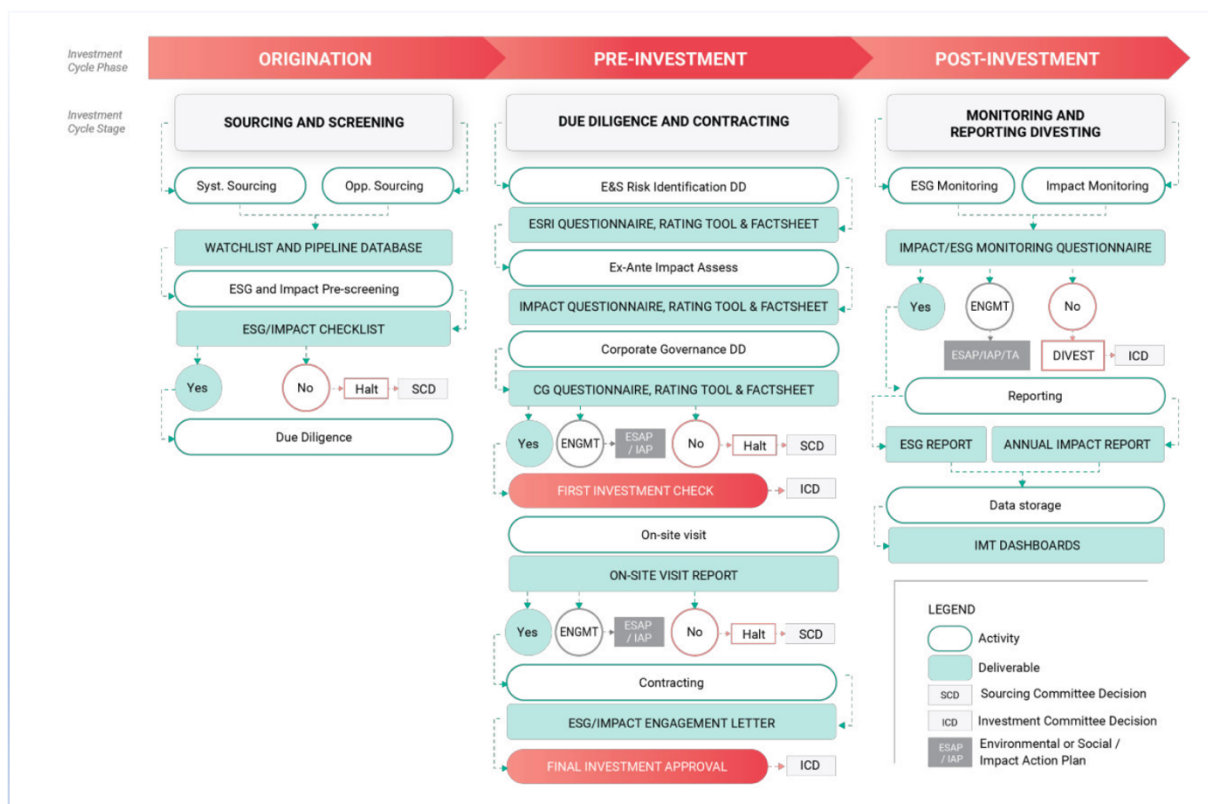


Figure 25 — Exemple : déroulement-type du processus d'investissement chez Steelax, issu d'un document présentant l'impact framework de l'entreprise, 2022

Ces formes de l'exercice de l'action à distance ne sont pas entièrement spécifiques à la finance d'impact. En effet, dans la finance conventionnelle, il est également commun de mener ce type de collecte de données. Cependant, notre cas s'en distingue principalement par la nature des données collectées : alors que dans l'impact investing, des données d'impact social et environnementales sont collectées, dans le cas de la finance classique, les données collectées sont essentiellement liées à l'évaluation de la valeur économique des actifs. Ainsi, selon les approches économiques classiques et l'hypothèse des « marchés efficients » (Fama, 1970), les choix d'investissement se basent exclusivement sur la collecte et le traitement de données dites « *price-sensitive* », c'est-à-dire qui sont susceptibles de renseigner mécaniquement sur la valeur future d'un actif (Kothari, 2001). Bien entendu, divers travaux ont montré que ces traitements comptables ne sont pas systématiquement

¹⁸⁶ Pour les besoins de l'analyse, nous classons tous ces processus dans un nombre fixe de « phases », mais dans la pratique, les organisations étudiées ont des processus qui pourraient appartenir à plusieurs de ces phases-types.

standardisés, s'appuient sur des émotions et préférences individuelles, et peuvent intégrer des données qui ne sont pas « *price-sensitive* » (Barker et al., 2012 ; Taffler, Spence et Eshraghi, 2017). Autrement dit, même hors de la finance d'impact, il n'existe pas de standard universel pour ces processus, qui peuvent impliquer des analyses purement mathématisées, du traitement de données qualitatives, ou encore la rencontre des directions des entreprises *investees*. Mais au milieu de cette complexité, la notion d'impact social/environnemental vient démultiplier la difficulté et la variabilité de ces traitements de données et de l'exercice de l'action à distance. En effet, l'enjeu n'est plus seulement d'évaluer la performance future de l'entreprise, mais aussi de prévoir sa performance sociale et/ou environnementale, selon des critères et catégories particulièrement variables, idiosyncrasiques aux différents *asset managers* (comme vu précédemment), et comme nous le montrerons dans les prochaines sections, se heurtant à des difficultés matérielles de collecte spécifiques à ces enjeux.

Avant l'investissement, des pré-évaluations complexes aux méthodes et objectifs variables

Avant de s'engager dans un investissement, que ce soit en dette ou prise de participation, privée ou listée, les *asset managers* du champ de l'impact investing genevois suivent tous un processus permettant de définir si, oui ou non, un tel investissement doit être réalisé. Ce processus inclut, comme dans la finance conventionnelle, une analyse financière des potentiels *investees*, mais ajoute également une analyse sur les enjeux d'impact de ces derniers. C'est sur ce second aspect que nous nous concentrerons dans cette sous-section et dans les suivantes. Cette phase préinvestissement pose de manière critique la question de la façon dont est menée l'action à distance. En effet, avant un investissement, les *asset managers* ont à leur disposition un ensemble de projets où réaliser un potentiel investissement et doivent évaluer, sans encore connaître individuellement ces projets et les personnes qui les portent, si ceux-ci sont en phase avec leurs objectifs d'impact. La résolution de ce problème passe ainsi par divers procédés, impliquant chacun des mises en œuvre plus ou moins fortes de l'exercice de l'action à distance.

→ Le screening, étape initiale de sélection des potentiels *investees*

Le *screening* est un terme qui, dans la bouche des *asset managers* de notre enquête, renvoie aux premières étapes de la sélection des potentiels *investees*. Il ne consiste pas en une évaluation fine de ces derniers, mais dans un premier tri—certains acteurs parlent de l'application d'un « *filtre* » — permettant de définir si leur dossier doit être pris en compte ou pas, compte tenu de leur apport potentiel à la théorie du changement (*theory of change*) de l'*asset manager*. En effet, la quasi-totalité des

entreprises d'*asset management* en impact investing dans notre champ ont développé une « théorie du changement » qui définit des objectifs d'impacts et les moyens supposés pour y parvenir. Il s'agit souvent d'un ensemble de relations de causalité relativement sommaires permettant d'identifier des secteurs dans lesquels investir et sur la base desquels réaliser le *screening* initial¹⁸⁷. Par exemple, Regenae, dans un rapport d'impact (cf. Fig. 26), propose une représentation visuelle de sa théorie du changement en identifiant 3 secteurs-clés, qui se déclinent en 4 objectifs censés guider (pas forcément simultanément) chacun des investissements réalisés.

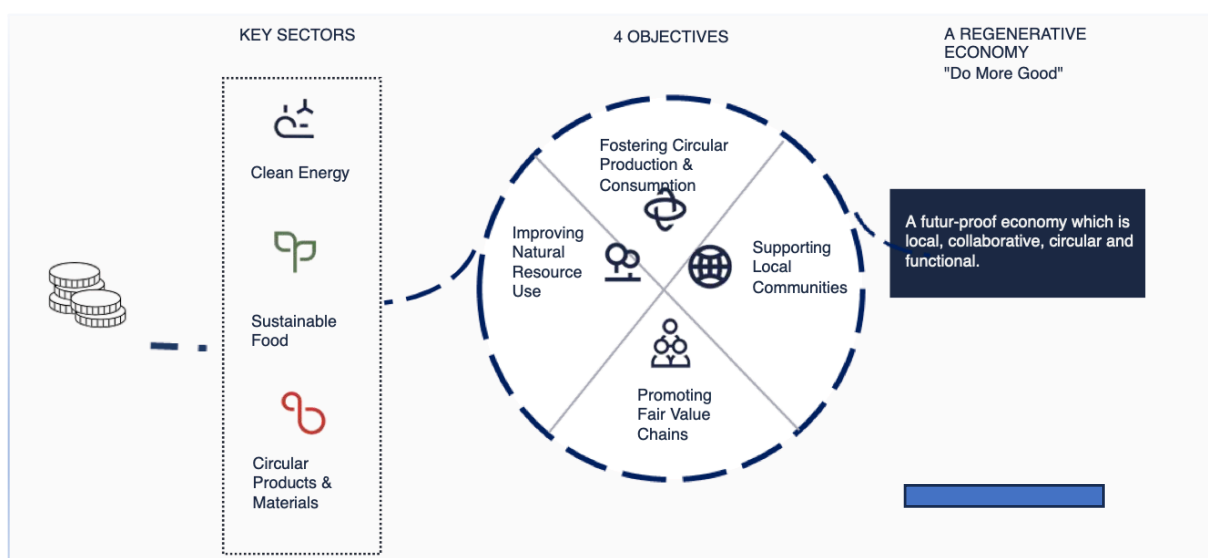


Figure 26 — Théorie du changement de Regenae, issu d'un rapport d'impact de l'entreprise, 2020

Les organisations du champ genevois réalisent cette étape de *screening* de plusieurs manières différentes, mais toujours selon cette même logique. Par exemple, au sein du pôle environnemental, certains acteurs comme Regenae examinent qualitativement la cohérence des projets potentiels, au sein d'un comité interne, avant de demander davantage d'informations aux potentiels *investees*, comme nous l'explique Clothilde Heger :

« Alors déjà il y a deux façons de sourcer un projet. Soit on reçoit le dossier. On nous contacte à l'adresse de contact ou via des contacts personnels de chacun d'entre nous. Donc on reçoit tous les jours plusieurs projets—soit nous on les rencontre lors de conférences, lors de déplacements ou on les connaît. Donc soit actif ou passif. Et toutes les deux semaines, on a un comité interne qu'on appelle un *deal flow committee*, où on revoit tous ensemble, donc l'équipe d'investissement, l'équipe d'impact, chacune des entreprises, chaque opportunité et on décide ensemble si c'est en ligne avec notre stratégie d'investissement, notre positionnement impact, notre positionnement financier, le reste de notre portefeuille. Et à partir de là, on décide 'oui' ou 'non', on va demander plus d'informations. [...] Sur 100 que l'on reçoit, on doit demander des informations sur peut-être la moitié. Et sur ça, on va aller plus loin sur 20 et on va investir dans 2. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

¹⁸⁷ Cette étape implique aussi l'identification de secteurs exclus d'emblée, ou de critères excluants (par exemple, un certain pourcentage de revenu issu de certains secteurs comme le tabac, les énergies fossiles, etc.).

Du côté de Lime, le processus de sélection initiale est similaire. Anna Meunier, responsable de la gestion de l'impact, revient sur le déroulé de celui-ci :

« En fait, la phase de screening, [...] le but c'est d'aller identifier des entreprises qui répondent à l'*impact thesis* du fonds. Donc pour vous donner un exemple, le fonds [X], c'est un fonds qui investit pour les petits producteurs, du coup, on va aller regarder parmi l'ensemble des entreprises qu'on *screen* lesquelles vont vraiment améliorer les conditions des petits producteurs. Donc ça c'est une première étape, et il y a aussi [...] la notion d'aller supporter en particulier les femmes et être *climate smart*. [...] Et ça, c'est l'équipe d'investissement qui le fait et qui est entièrement investie de cet aspect [...] Donc ça, c'est vraiment au niveau *screening*. Après une fois que grossièrement, on a retenu les entreprises qui répondent aux exigences, aux positionnements d'impact du fonds, on va aller regarder un petit peu plus loin. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

Après cette étape, une analyse en termes d'impacts potentiels est réalisée, sur la base des « *objectifs d'impact* » de l'*asset manager*. Cela passe par des discussions avec les entrepreneurs et une étude plus poussée de leurs produits :

« Au niveau du *sourcing*, déjà il y a un filtre, on connaît les secteurs dans lesquels on investit, on sait quels sont les problèmes et on voit plus ou moins... on évalue si c'est pertinent ou pas. Si cela apporte une solution à ces problèmes. Donc ça c'est le premier filtre un peu qualitatif. Et après, selon les quatre objectifs que je vous ai dits... enfin, on a décliné l'économie régénératrice selon quatre objectifs [...]. Donc sur chaque objectif, on va évaluer le positionnement de l'entreprise. On va évaluer à la fois les intentions et les actions. [...] Ça se base... à ce niveau-là du filtre, c'est beaucoup de qualitatif et d'échange avec l'entreprise. Les intentions c'est 'est-ce que le CEO partage ces valeurs, est aligné, est-ce que c'est son objectif principal ?'. Donc voilà... Et les actions c'est 'ok, il dit que la protection de l'environnement lui tient à cœur mais est-ce qu'il y a que du plastique dans ces *packaging* ?' Voilà, on passe de l'intention à l'action. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

En somme, ce type d'approches initiales passe par une action à distance basée sur la collecte de données qualitatives lors de rencontres et d'évaluations au cas par cas après un premier tri selon des critères prédéfinis.

Du côté des acteurs des pôles « microfinance » et « marchés émergents », une approche similaire est adoptée, mais avec souvent, en plus, une présence initiale sur le terrain permettant d'identifier les potentiels *investees*, comme c'est le cas pour Harmony :

« On a des équipes d'analystes spécialisés. Vu qu'on couvre toutes les régions, on a des bureaux un peu dans chaque continent pour couvrir ces marchés. Donc les équipes qui travaillent dans ces bureaux, c'est des analystes de terrain. Donc ils identifient des institutions financières qui ont besoin de dette pour grandir et qui vont faire leur *due diligence*¹⁸⁸. Ils vont aller voir le management de ces boîtes, faire des visites de terrain et puis voir si c'est intéressant d'un point de vue financier et social d'investir dans ces boîtes de microfinance. Ça peut être des banques, des PME, des ONG, des coopératives agricoles. Ça peut être tout. On est surtout focus sur des institutions financières. Donc c'est vraiment ce flux de capitaux qui est important. Et puis on a des équipes dédiées à ça. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

¹⁸⁸ L'étape après le *screening*, précédant la décision d'investissement. Nous y revenons plus bas.

Bien entendu, ce rapport direct au terrain—et donc cette gestion de la distance—est intrinsèquement lié au cœur de l'activité en microfinance que nous avons décrite au début de ce chapitre. Il en résulte ainsi une action à distance qui, à la collecte qualitative d'information auprès des potentiels *investees*, ajoute une présence sur les sites pour vérifier et examiner cette information directement.

Enfin, de l'autre côté du spectre, les organisations du pôle *mainstream* réalisent un *screening* très distant de leurs *investees* qui leur octroie une information peu spécifique sur ces derniers. Celui-ci est essentiellement basé sur des données publiques sur ces entreprises (ou leurs rapports standardisés), plutôt que sur des catégories propres à l'*asset manager*. Par exemple, Hecate choisit principalement ses *investees* sur la base de « *thèmes d'investissement* » généraux, dérivés des SDGs¹⁸⁹, et procède à leur sélection sur la base d'une exclusion de ceux qui ne correspondent pas à ces thèmes :

« En fait, on part des objectifs de développement durable (SDGs) comme étant un calendrier politique avec un certain nombre d'enjeux à résoudre sur le court et moyen terme. Et à partir de là, on en dérive des thèmes d'investissement [...]. Donc une fois qu'on a déterminé quelles étaient les thématiques d'investissement existantes, on va pour chacune des thématiques déterminer si une activité, elle contribue positivement ou négativement ou *de facto* est neutre. Et en fait, ça va nous permettre d'avoir une cartographie de l'ensemble des activités économiques existantes, et pour chacun des thèmes, déterminer si en fait là on se retrouve dans quelque chose qui nous semble être une contribution positive, négative, etc.—et on a une granularité pour plus de 500 activités qui reprennent l'ensemble de l'économie, et pour ces 500 activités, on a la granularité de l'exposition des revenus de chacune des entreprises dans notre univers ; donc à partir de là, on exclut toutes les entreprises qui ont un impact négatif, quel qu'il soit, et on ne sélectionne que les sociétés qui ont une exposition de leur *business model* à des activités positives donc ça nous permet d'avoir une approche systématique, relativement granulaire, et surtout ça nous permet de pouvoir capturer assez rapidement une société qui tout d'un coup développe soit un nouveau business model, soit a une forme de transition puisque finalement à chaque publication de résultats, on a cette information qui nous remonte, on a décidé de ne pas investir dans les sociétés qui ont une activité négative; parce que la plupart des entreprises ont en général un mix. » (Caroline Dubas, Head of Research, Hecate)

De même, Green Lotus, pour ses investissements listés, adapte sa méthodologie habituelle de mesure d'impacts en utilisant essentiellement des données publiques sur ses potentiels *investees* : comme indiqué dans un rapport de l'entreprise sur la mesure d'impact, « *the first source of information is based on publicly available information* ». Dans les deux cas, ces données générales sont ensuite utilisées pour supposer et anticiper certains types d'impacts, comme nous le verrons dans la prochaine section. D'une part, on pourrait argumenter que ces approches très généralistes d'Hecate et Green Lotus constituent des formes de l'exercice de l'action à distance tout à fait classiques, puisqu'elles réduisent la distance avec les *investees* via l'utilisation de processus généraux, répliquables, et stables (Robson, 1992). Mais d'autre part, il nous faut noter le caractère plus imprécis de l'information récoltée par ce biais : des données publiques sur une entreprises (ou ses rapports standardisés) sont

¹⁸⁹ Pour rappel, les SDGs (ou ODD) sont les objectifs de développement durable définis en 2015 par les Nations unies.

en effet moins spécifiques que des informations obtenues lors d'entretiens ou de visites initiales sur le terrain, permettant de cibler plus spécifiquement l'information requise, selon les objectifs de l'*asset manager*. L'utilisation de données générales réduit ainsi mécaniquement la précision de l'action à distance exercée, et ainsi, la force du pouvoir (*i.e.*, de la connaissance) sur les acteurs distants (*investees*) qui en découle.¹⁹⁰ Mais pour la compréhension empirique de notre cas, il est utile aussi d'observer la relation dans l'autre sens : ce faible exercice de l'action à distance signifie une prise de décisions d'investissement et une évaluation des entreprises *investees* sur la base d'informations potentiellement moins fines que celles obtenues *via* des visites de terrain ou des entretiens.

En somme, cette toute première étape de *screening* montre que la diversité des approches et des pratiques dans le champ fait émerger des formes et intensités variables de l'action à distance, dont certaines impliquent une distance entre *asset managers* et potentiels *investees* qui n'est pas surmontée par les dispositifs comptables mis en œuvre. Dans cette variété, les pôles « microfinance » et « marchés émergents » se caractérisent par une action à distance plus forte et plus contrôlée que celle du pôle *mainstream*—le pôle environnemental se situant entre les deux. Nous allons maintenant voir que cette variabilité existe aussi dans la deuxième étape préinvestissement.

→ Avant d'investir, la due diligence

Après la première étape du *screening*, les *asset managers* conduisent des analyses complémentaires sur leurs potentiels *investees* avant de prendre la décision d'investissement. En règle générale, ces analyses complémentaires correspondent à une phase dite de *due diligence*, c'est-à-dire un ensemble de vérifications réalisées en vue d'un investissement. Cette phase est cruciale dans le cadre de l'investissement d'impact, puisqu'elle est censée déterminer de manière plus poussée que lors du *screening* si, oui ou non, l'*investee* potentiel aura un impact social et/ou environnemental satisfaisant¹⁹¹ aux yeux de l'*asset manager*. D'ailleurs, nous verrons plus loin que dans de nombreux cas, les évaluations mises en place dans le cadre de la *due diligence* sont les mêmes que celles qui sont réalisées périodiquement après la décision d'investissement. Généralement, cette *due diligence* s'appuie sur des déclarations des potentiels *investees* concernant des catégories prédéfinies par les *asset managers*,

¹⁹⁰ Ces affirmations sur l'action à distance sont toujours à comprendre du point de vue de l'acception théorique du concept ; elles ne constituent pas un jugement de valeur sur ce que serait un bon ou un mauvais contrôle exercé par les *asset managers* sur leurs (futurs) *investees*.

¹⁹¹ Notons que les discours et documents officiels de nos enquêtés expliquent que ces impacts potentiels sont examinés à la lumière des risques qui les accompagnent. Autrement dit, ces *asset managers* affirment mener dans tous les cas une analyse des risques d'impacts négatifs, ou d'impacts non réalisés liés à l'activité de l'entreprise *investee* ou future *investee*.

permettant à ces derniers de produire des inscriptions (sous la forme de mesures et de scores¹⁹²) censées informer la décision d'investissement. La question qui nous occupe ici est celle de la manière dont ces données sont collectées et mises en forme depuis la périphérie (les futurs *investees*) vers le centre (les *asset managers*).

La majorité des *asset managers* constituant notre champ procèdent principalement par questionnaires. Les questionnaires constituent une inscription comptable (Latour, 2015 ; Robson, 1992) permettant de mettre en forme, simultanément et de manière stable, l'information sur une diversité de futurs *investees*, et d'agir sur ces derniers (*i.e.*, de prendre la décision d'investissement) :

« Après, il y a une analyse d'impact, une *due diligence* qui est faite et là qui se base sur du qualitatif et du quantitatif. On a une grille d'évaluation. Et sur la base de cette évaluation, on fixe des objectifs et des indicateurs à suivre avec l'entreprise [...]. Il y a un score qui est attribué. [...] Donc on part de l'économie régénératrice. On a quatre objectifs. Chaque objectif regroupe 3 à 4 indicateurs. [...] Donc il y en a 14, entre 14 et 16. [...] C'est basé sur un questionnaire. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Du côté d'Harmony, cette étape est assimilée à une « *pré-évaluation ESG*¹⁹³ », et aboutit à la production d'un rapport communicant, là encore, des scores portant sur la responsabilité sociale¹⁹⁴ :

« Donc, là, on a une équipe... t'as les analystes, là, et puis t'as une équipe qui va faire le *social responsibility rating*, et c'est là où on va s'aligner sur ce que nous on considère comme important. Et chaque boîte, avant chaque transaction, est notée sur son social... on leur donne un *social rating*, de 0 à 5. » (Palash Shankar, Market Research Analyst, Impact Division, Harmony)

¹⁹² Nous reviendrons plus loin sur la production de ces mesures de second ordre.

¹⁹³ Les acteurs genevois positionnés en impact investing utilisent souvent le terme ESG pour désigner ces pré-évaluations, supposant qu'une telle approche permet de s'assurer de la conformité de l'entreprise à un certain nombre d'exigences de base, sans évaluer ou anticiper ses impacts globaux. À une telle analyse est censée s'ajouter, dans un second temps, une évaluation d'impact, plus ciblée sur les activités de l'entreprise et considérant de manière plus large les conséquences de celles-ci. Notons toutefois que la notion « ESG » peut avoir des significations très différentes selon les enquêtes et renvoyer à des conceptions plus ou moins proches du concept d'« impact ». De plus, des données qualifiées d'ESG peuvent aussi être utilisées et extrapolées pour évaluer un possible impact plus large. Par exemple, en Fig. 27, ces données « ESG » servent aussi de base à Harmony pour établir des résultats d'impacts. L'usage de ce concept est donc particulièrement mouvant et ne doit pas dans la suite du texte être pris comme une catégorie rigide.

¹⁹⁴ Une approche similaire est mise en œuvre chez Green Lotus, qui produit des « *impact scorecards* » pour chaque potentiel *investee*.

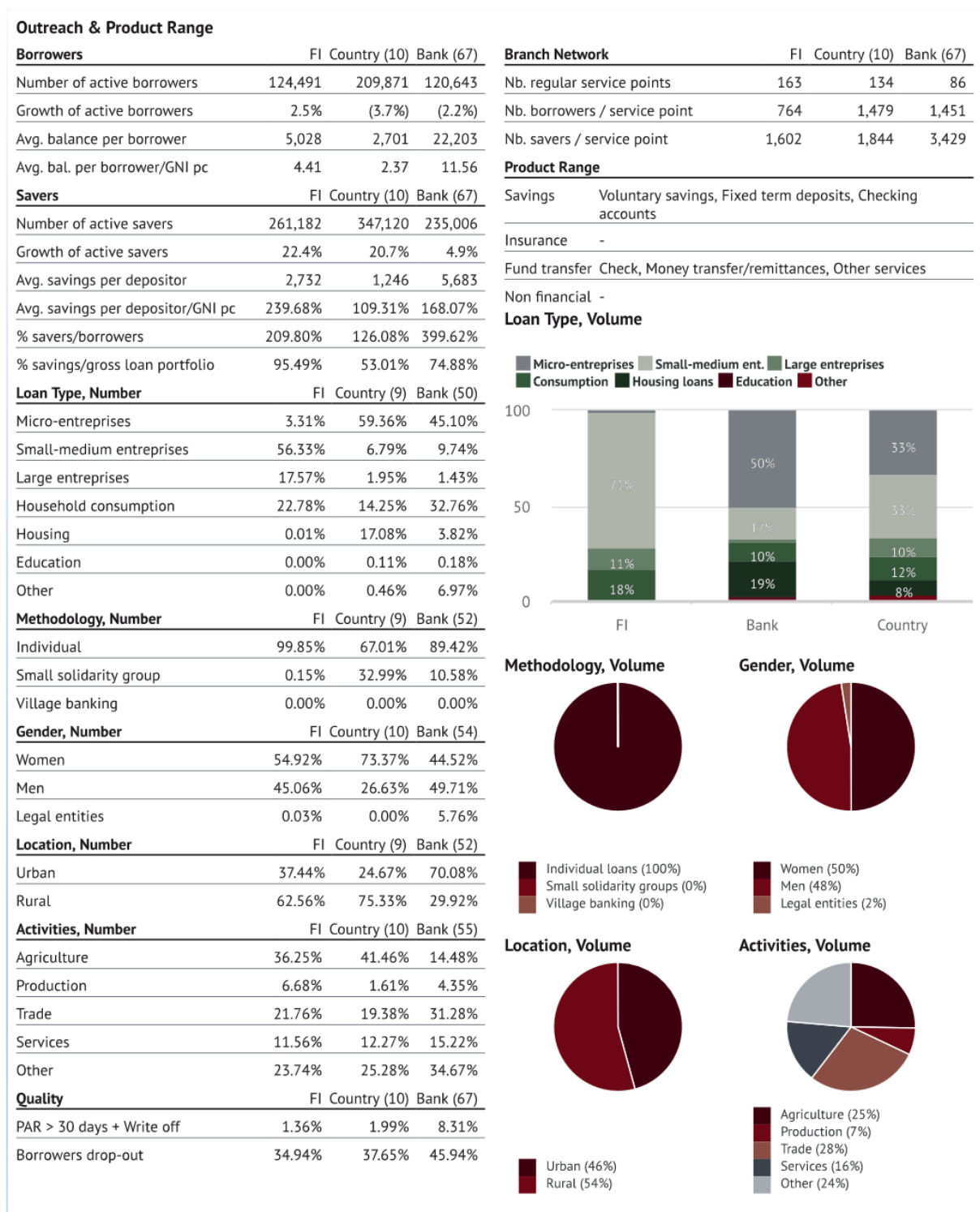


Figure 27 — Exemple de données collectées par Harmony auprès d'un potentiel investisseur en phase de due-diligence

Ces évaluations préinvestissement s'appuient ainsi sur des récoltes d'information standardisées. Par exemple, la Fig. 27 est un extrait d'un document d'Harmony portant sur les méthodologies de mesure, qui présente les critères de ces évaluations préliminaires. Ces critères incluent une série d'indicateurs, comme le statut des emprunteurs, l'utilisation des prêts, les secteurs financés, etc.,

avec, pour chaque catégorie, une comparaison avec les autres institutions financières du pays, et un échantillon de banques dans le monde. En pondérant les résultats obtenus dans ces différentes catégories, des scores sont attribués, en comparaison aux autres institutions, et une note (sur 5) est établie. Ce score agrégé, présenté en Fig. 28, est alors censé aider à la décision d'investissement dans l'entreprise en question, en évaluant ses futurs impacts.

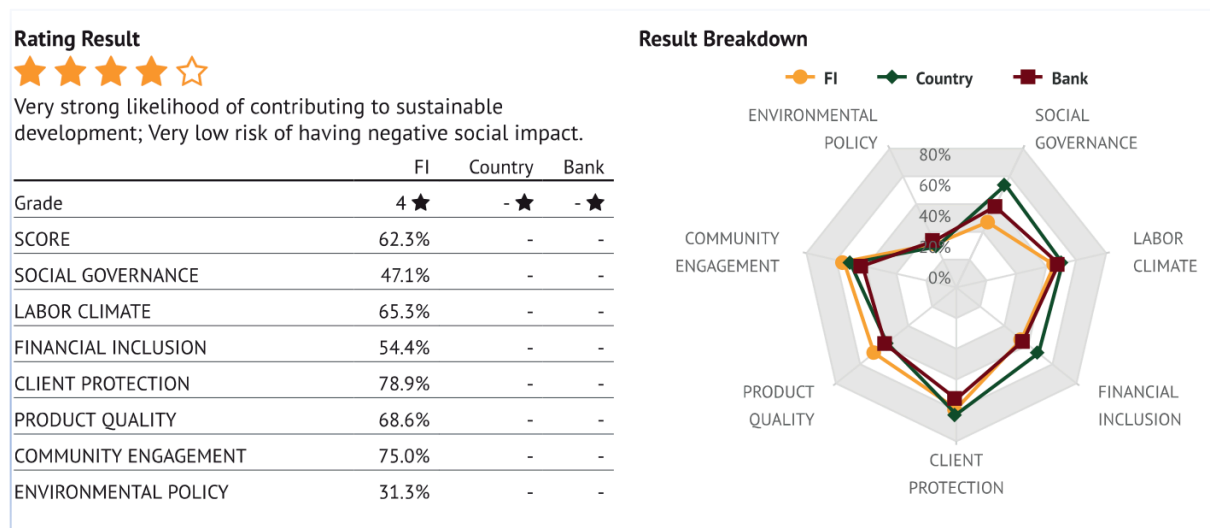


Figure 28 — Exemple d'un score de social responsibility attribué par Harmony à un potentiel investee en phase de due diligence

Les approches issues du pôle « microfinance » proposent, là encore, un rapport plus direct avec le terrain, car c'est *via* des visites, notamment, que cette *due diligence* est menée, grâce aux équipes présentes sur place, réduisant la « distance » avec les *investees* et vérifiant directement l'information—ce qui n'est pas systématiquement le cas chez les autres types d'*asset managers*.

Enfin, du côté du pôle *mainstream*, cette phase de *due diligence* n'existe pas forcément¹⁹⁵, à proprement parler, dans la mesure où l'essentiel de la décision d'investissement est pris sur la base du *screening* en amont, comme présenté dans l'infographie d'Hecate, en Fig. 29, qui montre qu'un filtre initial détermine principalement cette décision. Celui-ci est basé sur des données essentiellement publiques, nommées ici « *Impact Research* », « *ESG Integration* », « *Financial Research* ». Cette manière de procéder est aussi due, de toute évidence, à l'importante distance initiale qu'implique l'investissement coté, et qu'il est beaucoup plus difficile de contrôler. En effet, comme précisé plus haut dans ce chapitre, la relation entre un investisseur et son *investee* sur un marché financier est beaucoup plus ténue qu'en *private equity* ou *debt*, réduisant largement la possibilité pour le premier d'agir à distance sur le second.

¹⁹⁵ Certaines exceptions existent. Green Lotus mentionne qu'une *due diligence* peut avoir lieu dans le cas des fonds listés, impliquant des rencontres avec le management de l'entreprise.

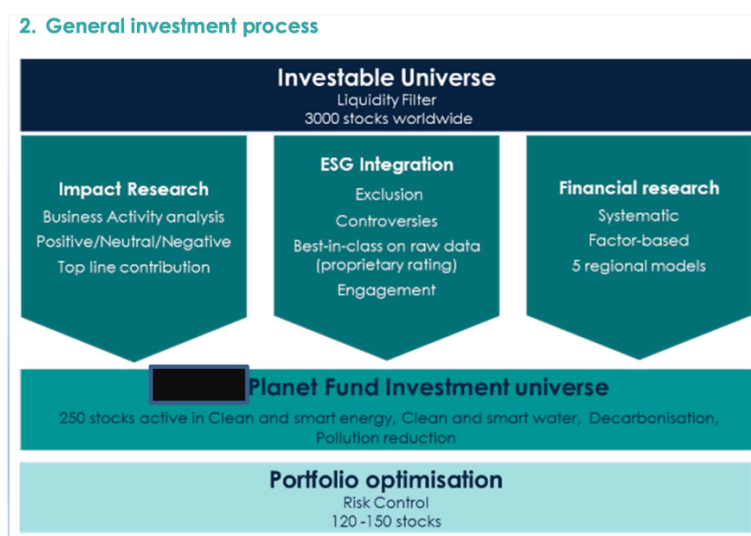


Figure 29 — Schéma du processus d'investissement chez Hecate, issu du site web de l'entreprise

En fin de compte, ces exemples montrent que le premier stade de l'objectivation des impacts se déploie selon un spectre relativement étendu de l'intensité de l'action à distance des *asset managers* sur les *investees*, avec pour conséquence des rapports variés aux données de premier ordre collectées. La plupart des décisions d'investissement s'appuient sur des données déclaratives, mais certaines s'accompagnent de vérifications réduisant la distance avec les *investees*, alors que d'autres n'impliquent aucun rapport avec ces *investees* et s'appuient sur des données publiques. Ces variations dépendent beaucoup, comme nous l'avons vu, des différents pôles de pratiques identifiés précédemment.

Le monitoring

Après qu'un *asset manager* a décidé de réaliser un investissement, il entre dans la phase de *monitoring* de son *investee*. Sur le plan de la mesure des impacts, cela signifie que l'*investee* va devoir rendre des comptes périodiquement sur les impacts sociaux et environnementaux que son activité a générés. Le *monitoring* pose, là encore, la question de l'exercice de l'action à distance, puisqu'il s'agit pour les *asset managers* de suivre et d'évaluer les impacts de leurs multiples *investees*, en même temps, et en utilisant des données suffisamment précises. Ce *monitoring* peut prendre plusieurs formes.

Tout d'abord, chez les acteurs issus du pôle *mainstream*, un tel *monitoring* n'a pas lieu en tant que tel : par exemple, pour Hecate et les fonds listés de Green Lotus, le *monitoring* consiste essentiellement

en une réévaluation régulière des données publiques sur l'*investee*¹⁹⁶ ou des rapports qu'il fournit. Ensuite, dans les organisations pratiquant un *monitoring*, sa forme la plus classique consiste à renouveler les évaluations mises en œuvre lors de la *due diligence*, à intervalles réguliers, pour s'assurer que les caractéristiques de l'entreprise sur la base desquelles la décision initiale d'investissement avait été prise, sont encore d'actualité, et que celle-ci n'a pas dévié de sa mission. C'est par exemple le cas de Regenae et de Steelax, proches du pôle « environnement », qui renouvellent régulièrement l'évaluation de leur *due diligence* pour évaluer la progression des *investees* :

« Et sur la base de cette évaluation [faite pendant la *due diligence*], on fixe des objectifs et des indicateurs à suivre avec l'entreprise de manière régulière, donc trimestrielle, semestrielle ou annuelle. Et après tous les ans, on refait une autre évaluation. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

« Ce qu'on fait, c'est qu'on collecte des données lors de notre *due diligence* et lors du *monitoring* annuel donc on a un set d'indicateurs—on en a quand même beaucoup, entre 50 et 100... Je dirais 50 indicateurs qu'on suit vraiment, plus des indicateurs qualitatifs—donc au niveau de la *due diligence*, donc avant l'investissement, on va collecter des données sur ces indicateurs-là, ça va nous servir de *baseline*, c'est-à-dire avoir des données avant investissement. Ensuite on va collecter des données chaque année et on va comparer les données, l'évolution, en fait, des données, par rapport à la *baseline* qui sont les données collectées avant investissement. » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

Ainsi, cette procédure de *monitoring* consiste à renouveler la collecte initiale de données (souvent par questionnaire), et à en suivre l'évolution. Transform adopte une stratégie similaire et procède, tous les ans, à une nouvelle collecte de données auprès de ses *investees*, selon deux volets : la dimension « ESG » (qui concerne essentiellement des données opérationnelles de l'entreprise, sa gouvernance, etc.), et la dimension « impact », qui consiste en des questions plus poussées sur les activités de l'*investee*. Cette collecte de données se fait à partir d'un questionnaire Excel, dont les catégories correspondent au type d'activité de l'*investee* en question. Lors d'un entretien, Paula Bàrcenas, de Transform, nous a montré un tableur permettant de réaliser cette opération. Ce dernier comprenait, en lignes, des mesures mises en œuvre pour garantir certains standards sociaux (par exemple : pas de travail des enfants, accès à l'éducation...) et des informations de base sur l'entreprise et sa gestion (par exemple : nombre d'employés permanents, à temps partiel, leur salaire...), et en colonnes, les réponses des entreprises en question, parfois différentes en fonction des années.

Enfin, certains *asset managers* ajoutent dans leur phase de *monitoring* d'autres indicateurs, estimant que la première analyse préinvestissement doit être enrichie de données plus précises, permettant

¹⁹⁶ Bien entendu, ces données publiques peuvent être combinées à des analyses complémentaires produites par les *asset managers* sur la situation du pays des *investees*, la conjoncture économique, etc. Mais les données initiales restent générales et souvent publiques.

ensuite d'évaluer les impacts, selon ce qui a été convenu avec l'entreprise au moment de l'investissement :

« Donc voilà, le screening, les premières analyses qui sont faites et ensuite la vraie *due diligence* qui est faite sur les aspects ESG, risques ESG. Tout ça est transmis au comité d'investissement et une fois qu'on a décidé qu'on allait investir, là, on rentre dans la phase où on va discuter avec l'entreprise de quels sont les indicateurs d'impact sur lesquels ils vont pouvoir nous fournir des données, sachant que pour nous, en général, on a selon le fonds, selon le positionnement du fond, on a déjà une liste d'indicateurs qu'on veut collecter. Et donc bien sûr, on vérifie si eux sont en mesure de reporter les indicateurs de cette liste. [...] Et puis après, une fois que tout ça est signé et qu'on a déboursé le financement, on rentre dans la partie vraiment *monitoring* de l'impact. Et donc là on va collecter les données d'impact à une fréquence régulière qui est discutée, qui est décidée avec l'entreprise. En général, nous c'est—alors il y a certaines données qui sont des données assez opérationnelles, qui sont des données un peu basiques d'impact, par exemple le nombre d'employés, le nombre de femmes parmi les employés, le nombre de clients, ça on le collecte tous les trimestres—après, on va bien sûr beaucoup plus loin que ces données-là et donc on a une liste d'indicateurs d'impact plus complète qui est collectée soit annuellement, dans la plupart des cas c'est annuellement, soit tous les 6 mois pour certains fonds, on a des exigences d'aller collecter la liste complète de tous les indicateurs tous les 6 mois. Voilà. Donc selon des fréquences qui sont définies à la fois par nos investisseurs aussi et en discussion, nous, avec l'entreprise. Voilà. On a plusieurs fréquences de *reporting*, selon la complexité aussi des données qu'on leur demande de fournir. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

En somme, retenons que ces formes de *monitoring* s'appuient sur une action à distance basée sur des déclarations par questionnaires standardisés. Cela pose la question de la qualité et de la précision des données récoltées, qui ne sont pas systématiquement vérifiées, et qui peuvent être mal renseignées, comme le précise Clothilde Heger, préférant alors coupler de tels questionnaires avec des entretiens¹⁹⁷ :

« C'est un questionnaire, mais qui va toujours avec une discussion. On n'envoie jamais un questionnaire en disant 'répondez-nous'. Donc on envoie le questionnaire pour que l'entreprise se prépare mais après il y a toujours des discussions autour de chaque question, chaque point, parce que notre constat c'est que, aujourd'hui, en général, si une entreprise répondait au questionnaire, elle donnerait la moitié des informations de ce qu'elles font vraiment et en général, dans la discussion, elles s'aperçoivent qu'elles font plus et elles mettent des mots sur ce qu'elles font. Donc on n'envoie jamais [seulement] un questionnaire. » (Clothilde Heger, Investment & Impact Manager, Regenae)

Paula Bàrcenas, analyste à Transform, réalise un constat similaire, mais indique que les questionnaires s'accompagnent d'une discussion seulement si l'*investee* a des questions spécifiques, ou si des réponses incohérentes ont été fournies¹⁹⁸ :

“No, [we do not do interviews] ... [But] in this process, it can happen that the investees have some questions regarding this questionnaire, so yes [we do interviews], [...] if they have any questions [...]. Or, once I have all the information that I start, like, reviewing each company, maybe we can find... I don't know, in a financial, in a microfinance company, [...] they say that they have zero percent of unique clients. So, we said like, 'come on that's not possible, let's go back, what happened?'... and then we have to go back to the investee and say 'so you said you don't have... was it a mistake, or was it something you didn't understand, or?'” (Paula Bàrcenas, Impact Analyst, Transform)

¹⁹⁷ Elle précise également que les *investees* peuvent faire l'objet d'audits.

¹⁹⁸ Cela étant dit, Transform impose également des visites annuelles à ses *investees*.

Enfin, certains autres acteurs, en particulier ceux situés au niveau du pôle « microfinance », notamment grâce à leur présence sur place, vont encore plus loin dans la récolte des données dites d'impact. C'est le cas d'Harmony, qui collecte, en plus des données ESG de la phase de *due diligence*, des données dites d'*outcome*¹⁹⁹, censées informer sur l'étendue de la population atteinte par les investissements en bout de chaîne, et le type d'effets que ces derniers ont sur eux. Autrement dit, les questions adressées aux entreprises *investees* (approche qualifiée d'indirecte par Harmony) peuvent être assorties de questionnaires et entretiens destinés à la clientèle de ces dernières (approche qualifiée de « directe » par Harmony, cf. Fig. 30 pour des exemples de ces questions). Si l'on prend l'exemple d'un investissement dans une institution de microfinance (MFI) offrant des services bancaires à une population, les individus bénéficiant de ces services pourront être incités à communiquer les avantages ou inconvénients que ce service leur aura apporté :

“While the indirect approach has been practiced since inception at Harmony, it is less robust and not scientifically prone to validating/falsifying the social outcome implied compared to the direct approach. However, the indirect approach is largely automatable and exhaustive over the entire MFI clientele or as weighted to MIV [microfinance investment vehicle] investments. The direct approach is part of a new initiative that we are developing at Harmony, in collaboration with academic circles, to conduct regular onsite sample interviews of MFI end-clients, in this case SMEs, in a process separate from the portfolio investment dynamic.” (Extrait d'un rapport d'Harmony sur la méthodologie de mesure des impacts, 2017)

II. OUTCOME MEASUREMENT: DIRECT ONSITE END-CLIENTELE INTERVIEWS AND DATA COLLECTION

Questionnaires covering 30 questions/topics per end-client.

1. FINANCIAL SECURITY

- 1.1 Mobile banking, domestic payment systems
- 1.2 Remittances, foreign payment systems
- 1.3 Credit card, ATM distribution and payments
- 1.4 Savings account
- 1.5 Pension plan
- 1.6 Life insurance
- 1.7 Credit line with 'credit life'
- 1.8 Health insurance
- 1.9 Home insurance
- 1.10 Vehicle insurance

2. HOUSEHOLD CONSUMPTION

- 2.1 Salary, wage
- 2.2 Housing finance (land, mortgage, refurbishment)
- 2.3 Education finance (schooling, tuition, material)
- 2.4 Household finance
- 2.5 Energy finance (solar, hydro, wind, biomass, waste)
- 2.6 Water, sanitation access
- 2.7 Vehicle, transport access
- 2.8 Food storage, process and access
- 2.9 Washing machine, appliances
- 2.10 Heating, air conditioning access

Figure 30 — Extrait d'un rapport d'Harmony sur la méthodologie de mesure des impacts, 2017

D'autres organisations, comme Green Lotus ou Lime, cherchent aussi à obtenir des données sur les clients en bout de chaîne, mais plutôt en s'appuyant sur des collectes ou enquêtes menées par leurs *investees* ou des acteurs tiers :

¹⁹⁹ Terme indigène. Il s'agit de données se référant généralement au nombre de personnes atteintes par un investissement. Nous reviendrons très largement sur ces terminologies dans la seconde section.

« Ça nous est arrivé, [...] avec d'autres *service providers* qui administrent des questionnaires. [...] En fait, on en a fait trois jusqu'à maintenant, chez Lime, des études comme ça. Et ça c'est vraiment très intéressant mais pour ça il faut des ressources supplémentaires. Il faut une *third party* qui va administrer les questionnaires et donc du coup il faut effectivement mettre les moyens là-dessus et en général, là, ce qu'on est en train de faire, [...] pour un de nos fonds de nouvelle génération, avec nos investisseurs pour essayer de dégager une poche budgétaire pour mettre en place une étude de ce type-là. [...] De manière générale, d'aller mesurer la satisfaction des bénéficiaires finaux, c'est vraiment le but mais c'est quelque chose qui est pas toujours à notre portée et il faut en général des études dédiées. Alors que notre système de *reporting* de l'impact systématique, c'est d'aller demander à l'entreprise, *l'investee*, de nous fournir des données. Donc ce qui n'est pas à la disposition de l'entreprise de *l'investee*, ben on peut pas l'avoir en quelque sorte. Parce que nous on va pas plus loin directement, à moins d'avoir des ressources pour ces études plus ciblées. Et par contre, parfois les *investees* ont eux-mêmes développé des études d'impact. Par exemple [...] un de nos *investees* dans l'accès à l'énergie, ils sont très technologiques et donc ils ont accès à énormément de données sur leurs clients. Et parfois, ils font une analyse plus poussée sur la base de ces données-là et ils nous ont parfois transmis des études d'impact qu'eux-mêmes avaient mené et ça c'est hyper intéressant. Notamment, ils avaient travaillé avec une personne qui était doctorante au Rwanda, sur l'impact pour les femmes de l'accès à l'énergie. Donc ça c'était vraiment très intéressant pour nous d'avoir accès à cette étude qui n'avait même pas eu besoin d'être financé par Lime mais que l'entreprise a elle-même faite, en fait. Donc on essaye d'être très, très à l'écoute et de leur demander s'ils peuvent nous transmettre ce genre de données-là, s'ils les ont. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

En fin de compte, ces exemples présentent différentes intensités d'action à distance. Certains *asset managers* exercent un contrôle fort sur l'information récoltée, en la recoupant ou en limitant la longueur des chaînes d'acteurs qui la fournissent, comme dans le cas d'Harmony, s'assurant ainsi d'une action à distance relativement puissante sur les *investees*. D'autres ont une approche intermédiaire se basant sur une récolte par questionnaires standardisés. Enfin, certains—en particulier les acteurs du pôle *mainstream*—ne procèdent pas à des récoltes de données de *monitoring*, ou bien renouvèlent simplement les évaluations effectuées lors des phases préinvestissement.

Au cours de ces deux grandes phases des investissements, les cas examinés ci-dessus montrent donc la grande variété de la pratique de l'action à distance et de la fonction « médiante » de la comptabilité (Miller et Power, 2013), au sein d'un même champ, et d'une même catégorie de la finance durable : l'impact investing. Cette variabilité provient d'une mise en œuvre variable, et occasionnellement faible, d'une des fonctions premières de la comptabilité, à savoir la capacité, pour un centre (ici, les *asset managers*), de connaître, à distance, plusieurs entités périphériques (les *investees*), selon des catégories comptables pertinentes. Ces variations ne sont cependant pas aléatoires, car ces gestions diverses de la distance sont corrélées aux « pôles de pratiques » auxquels ces organisations appartiennent : les acteurs du pôle « microfinance » développent un rapport particulièrement proche au terrain de leur *investees*, et à l'inverse, les *asset managers* du pôle *mainstream* ont une distance avec les *investees* beaucoup moins facile à surmonter.

En somme, les différentes approches morales et pratiques de l'impact dans le champ s'articulent autour de différentes formes de comptabilités d'impact, et en l'occurrence, de divers rapports à leur

gestion de l'action à distance. Dans la prochaine section, nous verrons qu'une autre dimension centrale qui segmente ces différentes comptabilités est la production de mesures de second ordre.

ii. Les mesures de second ordre et la délimitation de l'objet « impact »

Comme évoqué plus haut, Power (2004) distingue, dans les processus de comptabilité, les mesures de premier ordre et celles de second ordre. Si les premières constituent déjà une mise en forme du réel par la création de catégories comptables, les secondes vont plus loin et s'autonomisent vis-à-vis des entités initialement comptées²⁰⁰ ; elles acquièrent, pour reprendre l'expression de Power, « *une vie virtuelle qui leur est propre* » (notre traduction) :

“In addition to accounting ratios, growth and inflation rates, mortality and market indices all have a virtual life of their own as second-order measures, in many cases constituting distinct bodies of knowledge in which averages, measures of dispersion and correlations enable organizations, countries and regions to be compared with each other and for inferential models to be constructed. Second-order measurement consists in extensive and dense systems of circulating statistical objects in a hyper-reality of calculation (Vollmer, 2003). [...] The objects of second-order measurement must be thought of, and measured, as real and independent of measuring processes, i.e. social facts are treated as things, even though their deep conventionality is visible to the social scientist (Desrosières, 1998).” (Power, 2004, p. 772)

Comme nous le verrons empiriquement dans cette section, la notion d'impact entre entièrement dans cette catégorie : après une collecte de données de premier ordre auprès des *investees* (comme présenté dans la section précédente), ces données sont transformées, par des opérations de mise en calcul, en un objet qui acquiert une réalité sociale propre : une *mesure de second ordre*. La mise en forme de cette mesure de second ordre, l'impact, est alors cruciale dans la délimitation comptable de l'objet. C'est ainsi qu'on passe par exemple de données brutes sur les produits vendus par un *investees* à un score d'impact environnemental lié à ces activités. Cette mise en forme simplifie, réduit et attribue une valeur à (*adjudicates*, Miller et Power, 2013) l'impact, tout en le rendant comparable dans différents contextes :

“For all the difficulties of performance measurement systems, it is argued that they provide a common language and framework [...]. The simplicity of a measurement system, which can represent the performance of an entire organization in a balance sheet on one page, or which can produce a single number called profit, or which can calculate the value at risk for the entire enterprise, is at the heart of this dream of a final and ultimate commensurability. It is as if the reduction of complexity is valued for its own sake as the basis for a shared language to support decision making and for a distinctive policy style.” (Power, 2004, p. 774)

L'impact, tel qu'il est calculé par les acteurs de notre recherche, répond là encore à ces enjeux, puisqu'il doit être mesurable et objectivable. Nous verrons que les *asset managers* développent ainsi

²⁰⁰ Dans notre cas, les mesures de premier ordre correspondent à la collecte des données étudiées dans la section précédente.

divers dispositifs comptables de mise en calcul pour quantifier un tel impact, mais aussi en faire un objet statistique manipulable. Ce faisant, ils peuvent tenir, par rapport à cet objet, des discours sur son intensité, ses évolutions, sa progression, et prendre des décisions en conséquence—en somme, autant de notions conditionnées à l’existence d’une certaine commensurabilité similaire à celle qu’on observe dans les aspects plus classiques de la finance :

“Today we take measures of ‘return on capital’, ‘leverage’, ‘solvency’, and ‘liquidity’ very much for granted. While they are derived from financial statements, these ratios have a lengthy history and have today acquired an institutional life of their own (Kurunmäki & Miller, 2013). They circulate as abbreviated measures of economic performance and health across many different organizations and are used by financial analysts, credit-rating organizations, regulatory bodies, and others. We suggest that such ratios are powerful devices which do not so much represent organizational health as define the success and failure of organizations. And, as organizations feel the pressure of being compared to each other, of being made commensurable in terms of these ratios (Espeland & Stevens, 1998 ; Samiolo, 2012), they increasingly orient organizational action toward them.” (Miller et Power, 2013, p. 585)

Dans cette section, nous examinerons donc à la fois comment l’impact est délimité et mis en calcul par ces mesures de second ordre au sein du champ, tout en questionnant les formes de commensurabilité que ce processus permet. Nous montrerons que cette délimitation est le plus souvent imprécise et contribue à la mise en calcul permissive de l’impact. Elle autorise ainsi des approches comptables multiple, qui se couplent avec les différents pôles de pratiques identifiés. Nous commencerons par démontrer que la mesure d’impact de second ordre dans le champ révèle de fortes disparités techniques et méthodologiques entre les pôles, générant une commensurabilité faible et une délimitation poreuse du concept (1.). Puis nous montrerons que ce flou autour de l’objet impact s’explique notamment par un écart fort entre les objectifs et définitions idéales données par les acteurs du champ, et les pratiques qu’ils mettent en œuvre dans les mesures de second ordre (2.).

La diversité des mesures de second ordre

Dans cette sous-section, nous verrons que la mesure de second ordre²⁰¹ de l’impact se déploie de manière irrégulière dans le champ, mais selon les pôles de pratiques connus. Nous commencerons par examiner les points communs des approches observables, avant de mettre en évidence leurs différences et leur ancrage dans les pratiques idiosyncrasiques des différents acteurs. Nous finirons par réfléchir au rôle des standards, cadres d’analyse (*frameworks*), et méthodologies censés

²⁰¹ On se focalisera ici sur la mesure d’impact post-investissement, pour faciliter la comparaison, bien que des mesures de second ordre soient aussi produites en amont.

harmoniser ces différents modes de mesure, tout en insistant sur le faible rôle qu'elles jouent dans le champ.

Ce qu'il y a de commun : des mesures quantitatives brutes

Si les *asset managers* du champ genevois développent des pratiques divergentes en termes de mesure d'impact de second ordre, nous avons d'abord remarqué que la majorité d'entre eux font appel à une stratégie similaire : l'utilisation et la mise en valeur de mesures quantitatives brutes censées qualifier et objectiver ces impacts. Ces dernières s'appuient principalement sur des données dites d'*outreach*. L'*outreach* est un terme indigène renvoyant à l'étendue des personnes, organisations, ou autres entités « atteintes » par un investissement. Il s'agit de données relativement aisées à mesurer, et généralement collectables directement auprès des *investees*. Il peut s'agir par exemple du nombre de femmes employées par les entreprises *investees*, du nombre de personnes auxquelles ces *investees* ont accordé des prêts, etc. Ces mesures sont souvent complétées avec des données d'*output*. Ce terme, toujours issu du vocabulaire indigène, renvoie au produit direct d'une activité—par exemple, le nombre de systèmes d'énergie renouvelable vendus. Ces mesures, souvent rapportées à l'ensemble du portfolio d'un *asset manager*, sont régulièrement mises en évidence sur les sites *web* de ces derniers, dans leurs rapports d'impacts et de fonds, souvent en police de grande taille, comme dans les exemples présentés en Fig. 31, issus des sites *web* de Steelax et Omnis.

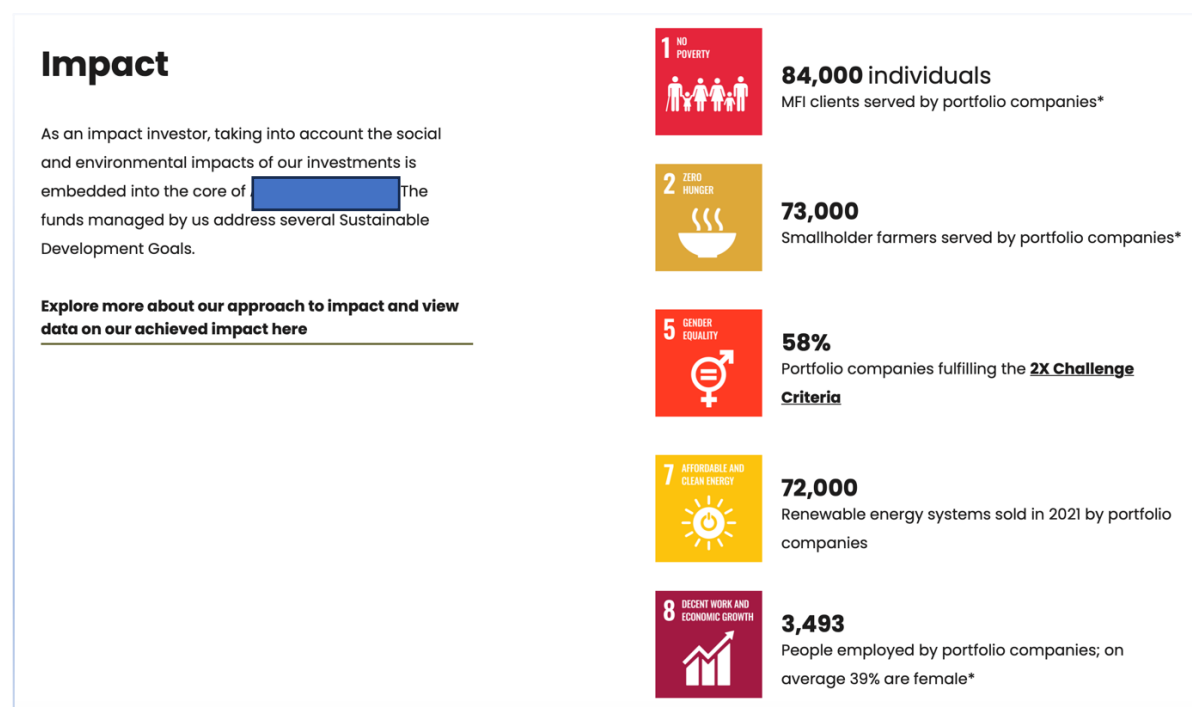




Figure 31 — Exemples de mesures d'outreach/output produites par des asset managers genevois, issues de sites web (en haut, Omnis ; en bas, Steelac)

En plus de l'*outreach* et de l'*output*, ce type de mesures quantitatives globales peut aussi concerner des *outcomes* théoriques. Les *outcomes* renvoient eux aux conséquences des *outputs*²⁰². Par exemple, comme observé dans les extraits de rapports d'impacts en Fig. 32, il peut s'agir de tonnes de CO₂ évitées, inférées de la quantité de systèmes d'énergies solaires déployés, d'une quantité d'énergie renouvelable générée, ou encore d'une surface forestière protégée.



	At time of investment	As of June 2020	Evolution during holding period
Number of solar electricity systems sold	14,880	90,029	Over 75,000 additional solar electricity systems sold
Number of solar water heating systems sold	19,619	78,158	Over 58,000 additional solar water heating systems sold
Number of households served	34,499	155,469	Over 120,900 additional households served
Number of commercial clients served	/	4,565	4,565 businesses served
Number of people served	165,595	746,251	Over 580,000 people served
Installed energy capacity	0.857 MW	23.79 MW	Multiplied by 27 times
Installed water heating capacity	4.5 million L of hot water/day	2.1 million L of hot water/day	Reduction by half (repositioning on solar electricity)
CO ₂ emissions saved since inception	106,550 metric tons of CO ₂ eq	342,550 metric tons of CO ₂ eq	236,000 tons of CO ₂ emissions avoided
Number of employees	360	261	Reduction by 27%

Figure 32 — Exemples de mesure d'outcomes théoriques, issus de rapports d'impacts/de rapports de mesure d'impacts (en haut, Transform ; en bas, Lime).

Notons sur l'image du bas la ligne « CO₂ emissions saved ».

²⁰² Nous reviendrons dans la fin de cette sous-section sur l'enjeu de la différence entre *outreach*, *output*, *outcomes*.

L'utilisation de ces données brutes constitue ainsi ce qu'il y a de commun entre les différents acteurs du champ. Elles ne forment cependant pas le cœur de ces mesures, et nous allons à présent voir que ces acteurs déploient d'autres approches souvent divergentes, difficilement commensurables, appuyées sur des mises en calcul différenciées de l'impact.

Des mesures d'impact idiosyncrasiques, calquées sur les modèles de pratiques variés du champ

Comme précisé plus haut, la mesure et le *reporting* d'impact donnent à voir une diversité d'approches. Au-delà du constat de cette diversité, nous allons voir que celle-ci se structure là-encore autour des pôles de pratiques que nous avons identifiés. Comme l'indique Claire Delastre, d'Omnis, la mesure d'impact est un domaine aujourd'hui très peu harmonisé, permettant à « *chacun de reporter à sa façon* » :

« C'est vrai que c'est très compliqué de mesurer l'impact. Alors moi, un peu candidement—ça fait voilà, 9 mois que je suis à Omnis—je suis hyper surprise de voir que finalement dans cette industrie, tout le monde essaye de faire un peu au mieux, quoi. Et c'est un peu choquant [...]. Oui clairement moi je pense que d'avoir des standards ça serait très bien, parce que voilà quand on lit un bilan d'une société, on a des *accounting standards*, on comprend très bien, si on avait la même chose pour l'impact, je pense que ça faciliterait vraiment la vie à tout le monde. Là, chacun peut reporter à sa façon. [...] Parce que chacun peut utiliser un peu ce qu'il veut. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

Cette approche où chacun fait « *un peu ce qu'il veut* » se traduit en pratique dans une diversité de mesures de second ordre correspondant à des objectifs d'investissement dont nous avons déjà mis en évidence la grande variabilité. Autrement dit, une entreprise proche du pôle « microfinance » choisira des indicateurs métriques pratiques à utiliser pour reporter sur ce type spécifique d'investissement, et une entreprise plus proche du pôle environnemental en utilisera d'autres. La raison à cela réside dans le fait que les données de premier ordre récoltées constituent le produit brut utilisé pour la production de mesures de second ordre. Par exemple, un *asset manager* en microfinance relève essentiellement des données sur des enjeux sociaux (premier ordre) et les transforme en score d'impact social (second ordre). Ainsi, il y a une grande symétrie entre la diversité de l'espace général des pratiques (les différents pôles), et les diverses mesures d'impact de second ordre. Cela se concrétise principalement par l'identification, chez la plupart des *asset managers*, de thèmes d'impacts, de « stratégies » d'impact, ou d'indicateurs de performances d'impact très spécifiques à leurs investissements, et sur la base desquels l'impact sera objectivé.

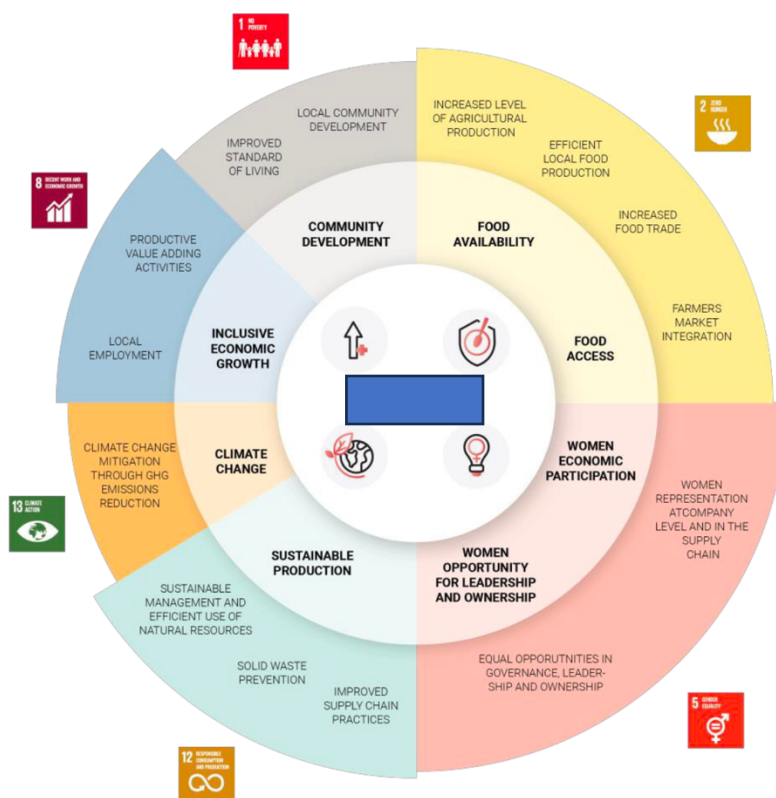


Figure 33 — En haut : objectifs d'impact (au centre) et KPIs (vers l'extérieur) de Regenae, issu d'un rapport d'impact, 2020. En bas : thèmes d'impact (au centre) et sous-catégories (vers l'extérieur) de Steelax, issu d'un document sur l'impact framework, 2022

En Fig. 33, cette spécificité des thèmes d'impacts et indicateurs de performance selon les *asset managers* est très visible (Regenae en haut, Steelax en bas). Ainsi, Regenae, que nous avons classé

dans le pôle environnemental, détermine quatre grands objectifs d'impact (au centre du cercle), desquels sont dérivés des indicateurs de performance d'impact (KPIs, à l'extérieur du cercle) permettant de suivre les progrès de ses *investees* et d'objectiver l'impact à travers des scores de progression concernant ces KPIs. Par exemple, ci-dessous (Fig. 34) est présenté le *scoring* et le suivi des impacts d'un *investee* de Regenae, réalisant des remises à neuf de matériel informatique, en particulier de téléphones. L'« impact » est ici construit par l'attribution de scores calculés pour différents KPIs définis à l'avance, regroupés au sein de cinq « objectifs » spécifiques à la théorie du changement de Regenae (que nous avons mentionnée plus haut), et évoluant selon les pratiques de l'entreprise. Ces objectifs sont représentés par des pictogrammes sur l'axe des abscisses, et dont nous voyons des exemples sur la droite du graphique.

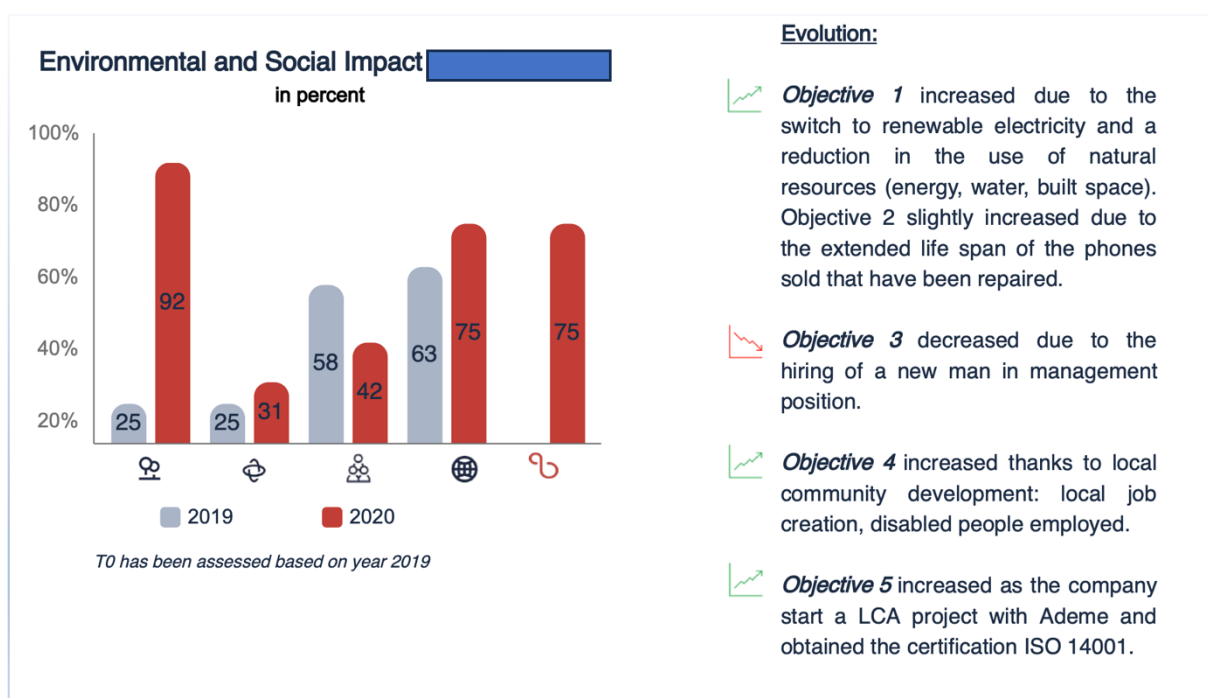


Figure 34 — Exemple d'un scoring d'impact d'un investee de Regenae, issu d'un rapport d'impact, 2020

Cependant, dans la mesure où chaque *asset manager* d'impact investing choisit ses propres stratégies, mais aussi la répartition des KPIs au sein de ces « stratégies », les mesures d'impact de second ordre sur la base desquelles l'impact est objectivé sont extrêmement variables. Ainsi, les catégories évaluées par Regenae ne sont bornées par aucun socle commun aux autres *asset managers*, et d'autres acteurs du champ en choisissent des différents.

What is the intended impact?						Who experiences the intended impact?	How significant is the intended impact?					
Impact Theme	Impact theme dimensions	Strategic Goals	Outcome	Investee obj (YES/NO)	Source of impact	Stakeholder	Outcome indicator	Indicator reference	Indicator source	Related SDGs	Measure unit	Baseline (ex-ante impact)
POVERTY REDUCTION 1-	INCLUSIVE ECONOMIC GROWTH	SG1 Fostering local employment	Support of local jobs	Yes	Activities	Employees	Total employees Permanent employees: Total Temporary Employees: Total Middle managers Top managers Non-management employees & first level managers Employees & 1st level mgt. from Local Communities: Total Managers (middle and top) from Local Communities: Total			8.5 / 1.2	#	2 325
			Improved employees' dvpt and work progression	Yes	Practices	Employees	Employees Trained			8.5 / 1.2	#	675
		SG2 Improving standard of living and livelihood	Increased wages paid to employees	Yes	Practices	Employees	Wage Premium Employees: Above Minimum Wage			8.5 / 1.2	#	1 650
			Increased income to suppliers	Yes	Practices	Supply chain	Producer Price Premium Payments to Supplier Individuals: Smallholder			8.5 / 1.2	#	645
			Improved timely payments to suppliers	Yes	Practices	Supply chain	Average (raw mat) supplier payment period			8.5 / 1.2	#	825
										8.5 / 1.2	#	855
	COMMUNITY DEVELOPMENT	SG3 Supporting productive, value-adding and profitable activities	Increased local value addition, business growth and investee profitability		Activities	Investee	Local value addition			8.5 / 1.2	#	40
							Revenue growth Total Revenue			8.5 / 1.2	#	100
							Net Income			8.5 / 1.2	#	3
		SG4 Contributing to local community development	Increased company's engagement / support to local community development	Yes	Practices	Community	Level of contribution to community development			1.2	Ratio	1.30
										1.2	#	250
										1.2	Ratio	1.05

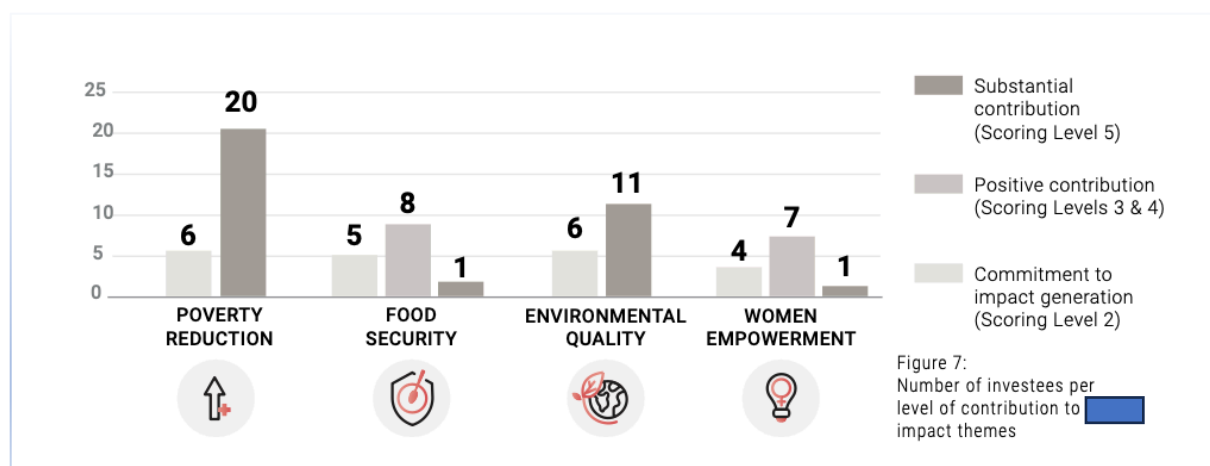


Figure 35 — Figures issues du disclosure statement de Steelax sur sa mesure d'impact et d'un rapport d'impact, 2022

Par exemple, on voit en *Fig. 33* que Steelax utilise des thèmes d'impacts (au centre du cercle) qui se dérivent en des KPIs (à l'extérieur du cercle) délimités différemment de ceux de Regenae. Ainsi, comme on l'observe ensuite en *Fig. 35*, chaque thème d'impact est subdivisé en sous-dimensions et en objectifs stratégiques (dans le tableau), pour ensuite être synthétisés en scores (de 0 à 5), dans les diagrammes en barres, en-dessous. Ces scores sont alors peu comparables d'un *asset manager* à l'autre. Bien sûr, beaucoup de ces KPIs se recoupent en partie, mais la plupart du temps, des KPIs partagés par plusieurs acteurs vont, au sein de leurs modèles respectifs, se reporter à des objectifs généraux/stratégies d'impacts différents et/ou se décomposer de manière différente au sein de celles-ci. Par conséquent, ils vont être comptabilisés dans des sous-scores d'impacts différents, et incomparables entre les divers *asset managers*. Pour prendre un seul exemple, le KPI « *community*

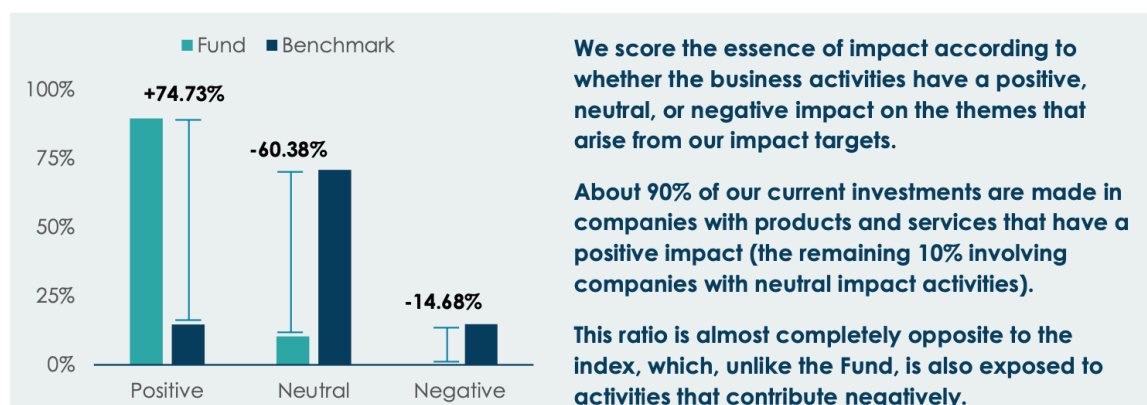
development » chez Regenae appartient à l'objectif « *supporting local communities* », alors que chez Steelax, il correspond à « *poverty reduction* ». Pourtant, ces deux catégories ne sont pas superposables au regard de leurs indicateurs respectifs. Ce désalignement est encore plus visible si on essaye de le classer au sein des cinq « *substrategies* » de Transform présentées en Fig. 36 : il pourrait aussi bien appartenir à « *financial inclusion* », qu'à « *small scale producers* », et pourrait même être une *substrategy* en tant que telle, plutôt qu'un KPI. Cet exercice est répétable avec la plupart des stratégies, KPIs, ou thèmes d'investissement. Ainsi, attribuer des scores agrégés à des thèmes d'impact (cf. Fig. 35, bas), qui, au sein de l'industrie, ne regroupent pas les mêmes KPIs, ne permet pas de comparer ces scores d'impacts entre les différents acteurs.



Figure 36 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019

Enfin, du côté de l'impact investing *mainstream*, l'impact est mesuré selon encore un autre principe : comme ces investissements sont réalisés sur les marchés financiers cotés, leur impact est établi en comparaison avec l'impact supposé des autres entreprises du marché. Ainsi, Hecate établit des scores d'impact de ses fonds en les comparant—là encore selon des thèmes qui lui sont propres, et au nombre de quatre—à un benchmark d'entreprises cotées. La Fig. 37, issue d'un rapport d'impact d'Hecate, présente ce principe, en montrant notamment, à partir de plusieurs diagrammes, que son fonds génère plus d'impact positifs que le benchmark, et moins d'impacts négatifs.

3. Nature of companies' activities



4. Fund's Impact Score

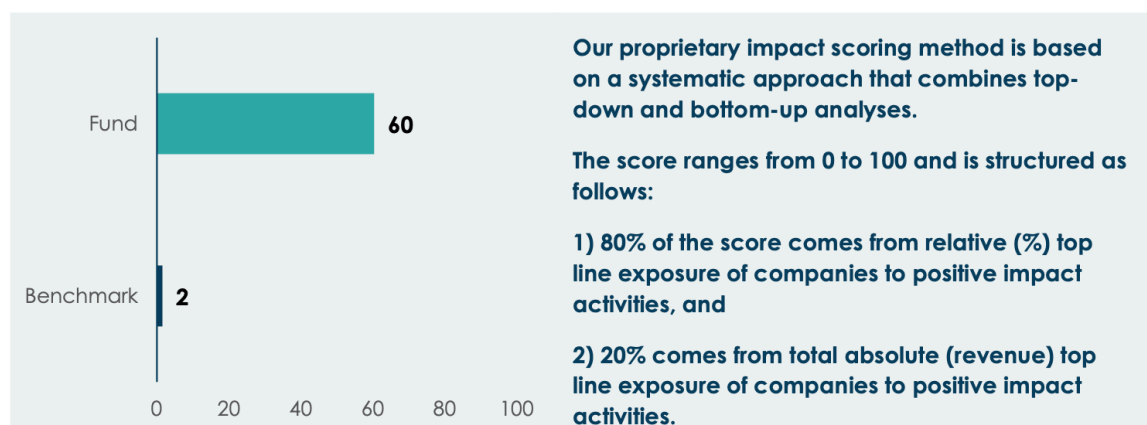


Figure 37 — Figure issue d'un rapport d'impact d'un fonds d'Hecate, 2021

Il est d'ailleurs utile de noter le lien entre la manière dont ces différents *asset managers* exercent l'action à distance dans le cadre de la collecte des données et les formes de mesures de second ordre qu'ils mettent en forme à partir de celles-ci. En effet, on remarque que le pôle *mainstream*, représenté par Hecate, fournit des mesures d'impact moins spécifiques à des objectifs qui seraient définis en amont selon sa propre stratégie, et plus dépendantes de leur comparaison avec des acteurs standards du marché (le benchmark), très probablement en raison de l'imprécision des données collectées initialement. À l'inverse, les autres acteurs attribuent des scores spécifiquement sur les indicateurs sur lesquels ils ont des données qu'ils ont pu réclamer et obtenir auprès de leurs *investees*.

En somme, retenons de ces exemples que si chaque *asset manager* développe des mesures de second ordre généralement standardisées au sein de l'entreprise et appuyées sur des critères prédéfinis

cadrant leur construction, ces mesures demeurent majoritairement incomparables et incommensurables entre les différents *asset managers* du champ. Elles font alors émerger des catégories diverses d'approche pratique de l'impact, qui lient pratiques générales, moralités, et dispositifs de mesure.

Les standards, existants mais peu opérants

Il serait cependant inexact d'affirmer que tous les acteurs du champ refusent en bloc l'idée d'une standardisation qui permettrait d'aplanir cette variété comptable. Certes, certains défendent cette ligne, en affirmant, selon une logique déjà mise en évidence, que le marché est *in fine* capable de se réguler sans que des standards ne lui soient imposés, en brandissant parfois le danger d'une standardisation à outrance limitant l'efficacité de la mesure d'impact. C'est le discours notamment tenu par Jules Baum, *managing partner* de Regenae :

Enquêteur : « Quel regard vous portez sur cet effort mis en œuvre pour trouver un ou des standards ? Est-ce que vous avez un regard, une vision critique sur cet effort-là ? Comment vous voyez ça ? »

Jules Baum (Regenae) : « On l'observe. Je pense pas que c'est fondamental. Je pense à ce qui s'est passé avec l'ISR et le principe d'investissement responsable, qui était certainement très bien intentionné au départ mais qui, à force d'être quantifié, massifié, uniformisé, maintenant on a juste des personnes derrière des modèles qui mettent des croix, sans vraiment aller sur le terrain et peut-être prendre de la hauteur et réfléchir à ce qu'il faut faire. Je pense qu'au contraire, que tout le monde reste avec sa particularité, avec ses choix, avec ses intentions et tout peut avoir de l'impact. »

Mais parallèlement à cette position, la plupart des acteurs soulignent l'importance qu'il y a à trouver des standards méthodologiques, des catégories standardisées, et des *frameworks* communs :

« Moi je pense que le manque de standards fait du tort à l'industrie. Parce que chacun peut utiliser un peu ce qu'il veut. Après nous, enfin je sais qu'à Omnis on a vraiment un impact, [mais] ça pourrait être mieux reporté, ça pourrait être plus... je pense que le manque de standards est vraiment en défaveur de l'industrie. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

Ainsi, différents standards existent, et nous allons examiner leur rôle, en montrant principalement, que, comme le résume Gérard Boyer, ils restent pour le moment peu opérants en termes d'alignement effectif des pratiques :

« On n'a pas suffisamment... il y a des enjeux de manque de standardisation [...]. Donc il y a beaucoup de problèmes encore à résoudre mais ça a pas mal progressé et je dirais qu'il y a au moins des méthodologies qui émergent, notamment le cadre IMP, Impact Management Project, le cadre IRIS, IRIS+, voilà. Donc il y a un certain nombre d'outils et de méthodologies qui émergent. Ça reste compliqué. Ça reste assez peu... la comparabilité de ces méthodologies reste encore très limitée, ce qui est un gros problème pour un investisseur qui veut investir dans plusieurs secteurs notamment. » (Gérard Boyer, une startup d'évaluation d'impacts)

En effet, les différents cadres existants ne permettent pas réellement l'alignement des mesures d'impact, comme le montre notamment Guter-Sandu (2022), en insistant sur le fait que ces standards sont en réalité utilisés différemment par les acteurs. Par exemple, plusieurs de nos enquêtés affirment utiliser l'outil IRIS+, une banque d'indicateurs d'impacts développée à l'échelle mondiale par le GIIN, pour déterminer leurs catégories de *reporting*. Mais il ne s'agit que d'une sélection d'indicateurs au sein de cette banque, avec, souvent, la nécessité pour les *asset managers*, de compléter avec leurs propres indicateurs²⁰³ :

« Nous, ce qu'on utilise c'est la base IRIS+. Voilà. C'est une base de *metrics*, d'impact. En revanche, en général, c'est pas assez spécifique à chaque secteur donc on est toujours obligé d'aller compléter avec d'autres indicateurs. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

Ce problème de commensurabilité se retrouve d'ailleurs directement dans la diversité et le désalignement des KPIs d'impacts examinés plus haut. Au-delà des seuls indicateurs, des méthodologies communes existent aussi. Par exemple, IMP (Impact Management Project) est un *framework* (cadre) méthodologique résultant de la collaboration d'acteurs globaux (notamment GIIN, Banque mondiale, Nations unies) définissant des principes-clés de la mesure d'impact. Si plusieurs des acteurs du champ genevois indiquent que leurs mesures s'appuient sur ce *framework*, les références à ce dernier dans le *reporting* d'impact sont très inégales. Certains *asset managers*, comme Transform, utilisent ces catégories comme structure de leur *reporting* d'impact. Ainsi, on observe en Fig. 38 que les cinq catégories du IMP (What, Who, How much, Contribution, Risk) forment le cadre de ce *reporting*. D'autres, comme Green Lotus, affirment élaborer des scores d'impact selon les catégories du IMP, sans donner plus de détails sur leur utilisation (alors que Transform n'utilise pas IMP pour attribuer des scores) :

« The impact assessment performed at investment level measures the impact potential and performance leveraging the five dimensions of impact as defined by the Impact Management Project. The 139 bonds in the portfolio demonstrate an average score of 61 out of 100 which translates in a high impact portfolio. » (Extrait d'un rapport d'impact d'un fonds de Green Lotus, 2022)

²⁰³ D'autres banques d'indicateurs existent. Il existe aussi des « principes », comme les PRI (Principles for Responsible Investments)—dont la plupart des acteurs du champ sont signataires—qui fournissent des exemples de KPIs utilisables pour chaque enjeu d'impact.

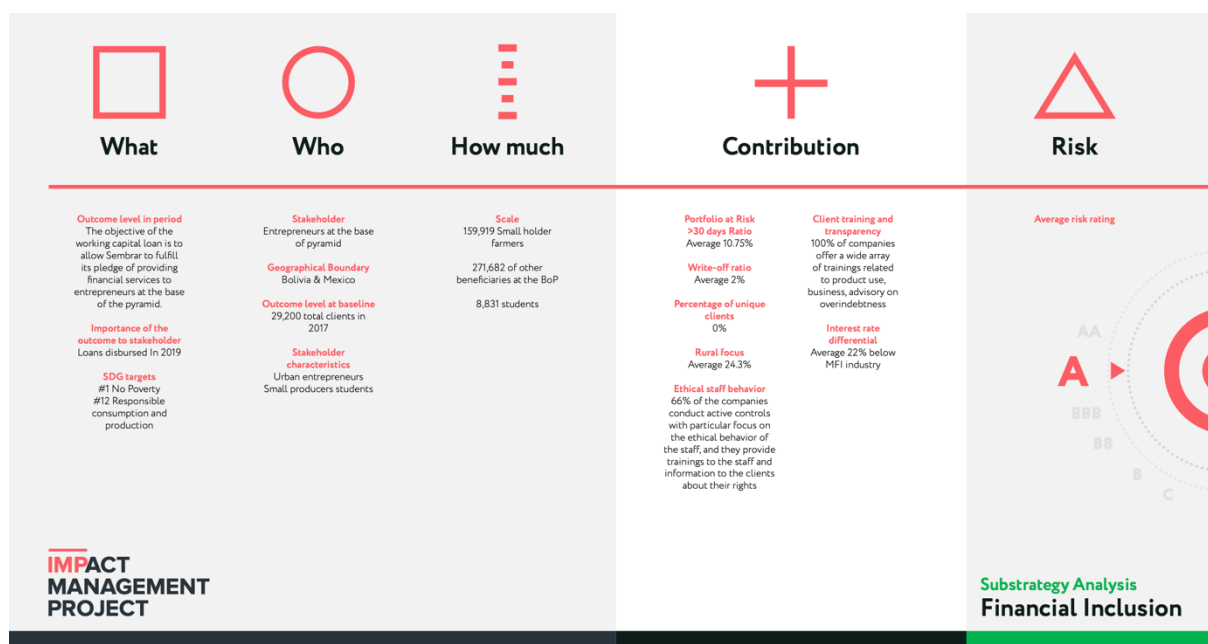


Figure 38 — Figure issue d'un rapport d'impact de Transform, 2019

Il existe néanmoins une catégorie utilisée par l'ensemble des organisations de notre champ : les SDGs (*Sustainable Development Goals*). Les SDGs (ou ODD) sont des « objectifs de développement durable » définis par les Nations unies en 2015, pour répondre à des grands enjeux sociaux et environnementaux de notre époque (*cf. Fig. 39*), d'ici à 2030, en concertation avec des États, académiques, ONG, mais aussi entreprises, y compris dans le secteur de la finance, ce qui en fait des catégories largement reprises par le secteur privé.



Figure 39 — Les 17 SDGs

Ces catégories sont donc en particulier réutilisées par l'industrie de la finance durable, et notamment par les acteurs de l'impact investing à Genève, qui cherchent à associer leurs KPIs à ceux-ci. Comme on a pu l'observer sur plusieurs des visuels présentés dans cette section, ces SDGs sont très régulièrement mobilisés pour justifier le bien-fondé d'une approche ou d'une autre. Il est même fréquent que les *asset managers* « dérivent » leurs thèmes d'impacts de ces SDGs :

“[...] We need to define what is the impact that we are looking for, what SDGs that the fund and Transform are going to measure in their work and according to these SDGs, and [...] we started to build some indicators, according to five sub-strategies that we have worked in our portfolio.” (Paula Bàrcenas, Impact Analyst, Transform)

L'utilisation de ces SDGs permettrait ainsi de simplifier la communication sur les impacts, notamment pour les clients (les investisseurs), et d'améliorer la commensurabilité et la comparabilité, comme l'indique Raphaël Brunner, de Transform :

« Et puis on s'est rendu compte que nos clients, surtout les institutionnels [...], les Lacour-Deschamps et compagnie, ils avaient de la peine à comprendre [notre mesure interne] et à le comparer à d'autres fonds qui eux avaient leur propre système aussi. C'est là qu'on s'est dit, voilà, il faut qu'on soit plus standardisé et puis on a décidé de rapporter sur les SDGs. » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

Cependant, cette comparabilité a deux principales limites. Premièrement, les SDGs fournissent des thèmes généraux, mais en aucun cas des méthodologies de mesure, ni même des KPIs pour le *reporting*. Ainsi, des organisations aussi différentes que Transform et Hecate font référence aux mêmes SDGs, mais, comme nous l'avons vu, produisent des mesures de second ordre basées sur leurs propres catégories ; et c'est la seconde limite de ces SDGs : ils sont souvent utilisés en parallèle des mesures de second ordre, comme à Transform, qui a « *décidé de garder les deux* » (Raphaël Brunner) pour rester fidèle à ses « *substrategies* ». En somme, les différences d'approches des organisations du champ favorisent le primat des mesures idiosyncrasiques de l'impact, même quand des standards communs existent—et aussi car ces standards se caractérisent par une certaine imprécision, comme c'est le cas des SDGs. Une officielle du PNUD (Programme des Nations unies pour le Développement) revient d'ailleurs en entretien sur le statut de ces SDGs, lorsque nous l'interrogeons sur leur malléabilité. Selon elle, leur importante amplitude serait à la fois un atout (puisque'ils sont facilement mobilisables) et un inconvénient (car ils peuvent mener à ce qu'elle appelle du « *SDG washing* », c'est-à-dire une utilisation abusive et imprécise) :

“I think that the fact that the SDGs are broad is both a strength and a weakness, you know. The strength is that, in this way, they are really... you see that everywhere. If the SDGs were a very specific, targeted theme, there would have never been [so widely used]. Of course, we're not [unaware of] SDG washing, but I will say

that it is still good that the banks are ready to pick these up, and are talking about it, you know. [...] Of course, the fact that they are so broad can be problematic, because then [...] it comes to SDG washing and everything.” (Claudia Ricci, UNDP)

Enfin, le dernier type de dispositif de standardisation que nous allons aborder est celui des « principes » d’impact. Bien que les lois européennes ne définissent aucunement l’impact investing (comme nous l’avons vu plus haut dans le chapitre), des principes ont été mis en place par différentes organisations supranationales pour cadrer ce qu’implique l’investissement à impact, et, ce, notamment en termes de mesure d’impact. Nous prendrons ici l’exemple des principes de l’IFC (International finance corporation, de la Banque mondiale), établis en 2019. Ces principes (les OPIM) ont été déterminés, en concertation avec les acteurs financiers (*asset managers*) pour tenter d’aligner les stratégies de gestion des impacts dans l’industrie de l’impact investing :

“The Impact Principles were developed by IFC drawing on its own impact management practices, and consulting with a range of asset owners, asset managers, wealth managers, multilateral development banks (MDBs), and development finance institutions (DFIs). The Impact Principles draw on emerging best practices across a range of public and private institutions that are investing for impact. These include MDBs and DFIs that have both financial and development impact objectives, and decades of experience investing for impact in emerging markets. The Impact Principles also draw on the more recent experience of specialist impact funds, asset managers and asset owners that have developed robust impact management systems. In addition, they build on industry-wide initiatives around impact management, including the Impact Management Project (IMP).” (Guide pour les OPIM, rédigé avant leur lancement, 2018²⁰⁴)

La quasi-totalité des *asset managers* du champ de l’impact investing genevois en sont signataires²⁰⁵ et communiquent sur leur conformité aux neuf principes²⁰⁶, résumés ci-dessous, en *Fig. 40*. Les OPIM fonctionnent ainsi comme un principe de légitimation, en offrant un socle supposé commun :

« Omnis était l’un des premiers signataires des Principes d’Impact lancés par l’IFC en 2019 (IFC’s Operating Principles for Impact Management). Ces principes fournissent une base de méthodologie transparente et de définitions qui est utilisée par tous les signataires afin de permettre de mesurer concrètement la performance des fonds et de les comparer équitablement. » (Halder Pandey, CEO, Omnis, par email)

²⁰⁴ Consultable : <https://www.impactprinciples.org/sites/default/files/2021-06/The%20Impact%20Principles%20-%20Revised%20Guide.pdf> (dernière consultation le 17.06.2024)

²⁰⁵ À l’exception de Regenae et Hecate, au moment de l’enquête.

²⁰⁶ Comme l’indique le principe 9, cette conformité est vérifiée par des organismes externes, fonctionnant comme des « auditeurs d’impact ». Leur rôle est de s’assurer de la conformité de la stratégie d’impact avec les déclarations effectuées par l’*asset manager* au regard des OPIM. Ainsi, ils peuvent formuler des recommandations d’amélioration, mais celles-ci n’invalident pas la déclaration OPIM. Par exemple, BlueMark, l’un de ces auditeurs, suggère à Green Lotus des pistes d’amélioration pour « *further align* » vis-à-vis des principes OPIM, mais sans que cela n’invalide la déclaration.

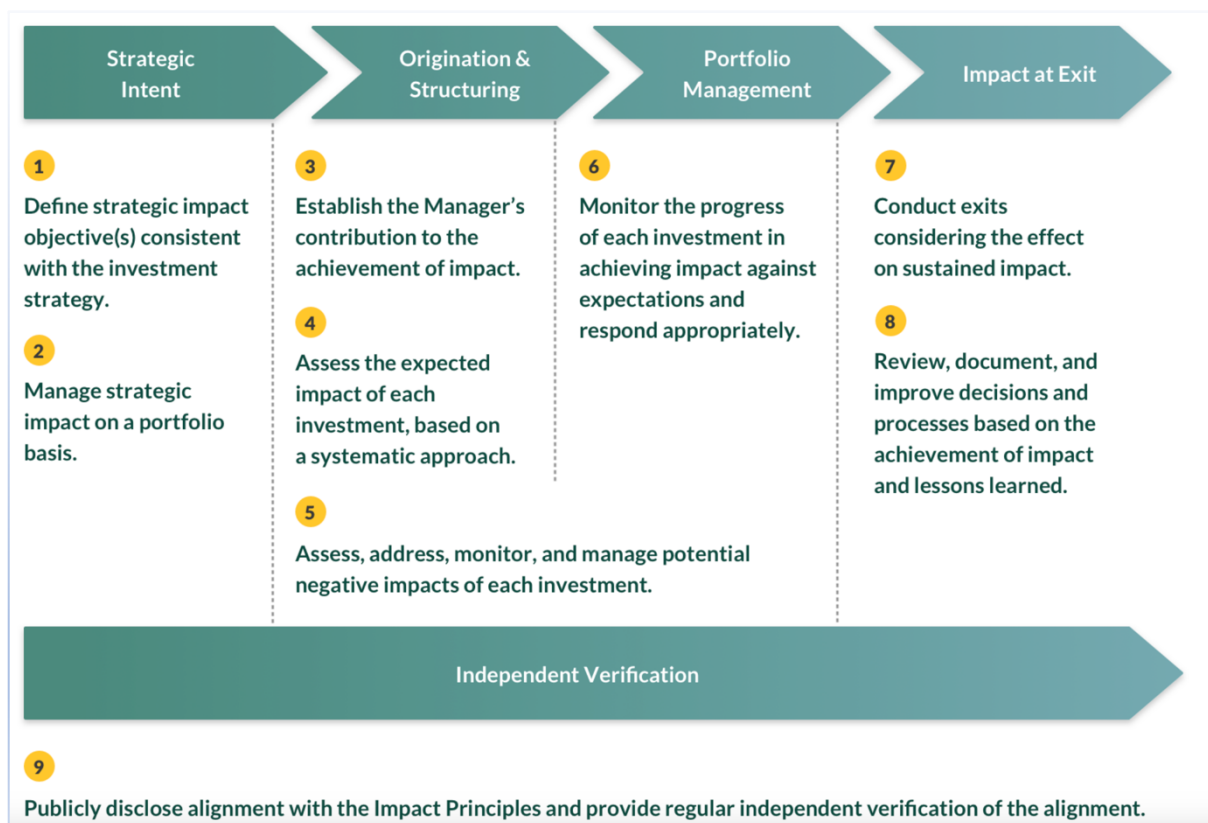


Figure 40 — Principes de l'IFC (Operating principles for impact management—OPIM)

Mais si ces principes définissent des grands enjeux de la gestion et de la mesure des impacts, leur formulation reste suffisamment vague pour que les différents *asset managers* se les approprient selon leur propre conception. Par exemple, le principe n°6, central en ce qui concerne la question de la mesure d'impact, est mis en œuvre de manière variée par les différents acteurs du champ genevois. Ainsi, tous mettent en avant le suivi des impacts selon des indicateurs définis, mais ces indicateurs sont en fait toujours spécifiques au fonds et à l'*asset manager*. En effet, dans la section n°6 dans son document sur les OPIM, Lime indique que “for each investment, specific impact metrics are defined in close collaboration with the investee company in alignment with the fund's impact framework”, et de même, Transform précise que le “monitoring of the achievement of positive impact is based on a set of indicators specific to each sub-strategy”. Les OPIM définissent des conformités à des procédures, mais sans formuler de contraintes fortes sur la manière de les suivre. En somme, si ces principes cadrent les enjeux et les objectifs de la gestion des impacts, ils ne sont pas contraignants pour ce qui concerne la production de mesures de second ordre, et ainsi, n'entravent pas la mise en calcul permissive de l'objet « impact ».

Ainsi, cette sous-section nous a permis de saisir l'ampleur de la diversité des mesures de second ordre de l'impact, la faible délimitation de l'objet qu'elles impliquent, et la manière dont elles renforcent alors les variabilités pratiques identifiées entre les différents pôles. Malgré de nombreuses tentatives de création de standards communs revêtant souvent une fonction

légitimatrice—puisque les signataires des OPIM communiquent ouvertement sur leur conformité—l’idiosyncrasie et la singularité des pratiques de mesure reste affirmée, au sein de traditions pratiques qui composent la diversité du champ.

Le concept d’impact : un désalignement entre promesses et mises en œuvre ?

La mise en calcul permissive de l’objet « impact » est également le résultat d’écarts importants entre les conceptions idéales de cet objet véhiculées par les discours officiels des acteurs, et leurs mises en œuvre dans l’élaboration des mesures de second ordre. Comme nous l’avons vu à de nombreuses reprises, les acteurs affirmant pratiquer l’impact investing insistent sur le fait qu’une de ses caractéristiques distinctives par rapport aux autres formes de finance durable (notamment la finance ESG) réside dans sa supposée capacité à mesurer les impacts, c’est-à-dire les *effets* des investissements, comme le revendique par exemple Halder Pandey, PDG d’Omnis : « *La finance d’impact, contrairement à la finance durable offre des mesures réelles et concrètes de l’impact social et environnemental généré.* » (Halder Pandey, par email). Dans cette sous-section, nous allons voir qu’il existe un écart conséquent entre les promesses et objectifs officiels concernant la mesure d’impact et les mesures de second ordre mises au point par les praticiens pour les atteindre. Plus haut, nous citions Claire Delastre, d’Omnis, qui indiquait que dans l’industrie, « *tout le monde fait au mieux* », malgré les difficultés à mesurer concrètement de tels impacts. En effet, diverses recherches (voir Tsotsotso, 2021) et rapports indépendants²⁰⁷ insistent sur cet écart entre les enjeux théoriques de la mesure d’impact et la pratique à la mettre en œuvre, notamment due à la complexité de tels impacts sociaux et environnementaux. Nous montrerons que ces écarts contribuent à rendre aisément manipulable et interprétable la notion d’impact, en examinant successivement quatre promesses portées par les *asset managers* d’impact investing. Dans un premier temps, nous questionnerons les différences entre mesures d’*outreach*, *output*, *outcome* et impact, quatre termes employés par les praticiens du champ pour parler des conséquences des investissements. Ensuite, nous examinerons les mesures des risques associés aux impacts, ainsi que la mesure de l’additionnalité, c’est-à-dire l’attribution d’un impact à un investissement donné.

²⁰⁷ Par exemple, voir le rapport BlueMark de 2022 : *Raising the Bar. Aligning on the Key Elements of Impact Performance Reporting*.

De l'output à l'impact, un chemin complexe et incertain

Dans le champ de l'impact investing genevois—mais cela vaut aussi au-delà de cette zone géographique—l'objet « impact » est conceptualisé comme le stade ultime de la mesure des effets d'un investissement. Pour le définir, il est ainsi comparé à deux autres concepts qui le précèdent dans le processus de mesure : l'*input*, l'*output* (qui peut inclure l'*outreach*)²⁰⁸ et l'*outcome*. Ces termes appartiennent au vocabulaire du monde du développement, et plus particulièrement du *logical framework*, un système d'évaluation des impacts des ONG, développé en 1969 pour l'USAID (l'Agence américaine pour le développement international). Ce *framework* a ensuite peu à peu été imposé aux ONG : pour obtenir des financements d'ONG internationales et d'organisations multilatérales comme des organes de l'ONU, ces dernières doivent communiquer les objectifs et résultats de leur actions, selon le *logical framework* (Martinez et Cooper, 2019). Ce cadre les contraint ainsi généralement à utiliser les catégories *input*, *output*, *outcome*, et parfois *impact* (e.g., Carman, 2010 ; Ebrahim et Rangan, 2014 ; Grieco, Michellini et Iasevoli, 2015). Ces concepts ont ainsi été importés—comme la microfinance dans un premier temps—depuis le monde du développement international.

Lors de notre première observation à l'événement Building Bridges en 2019, nous avons pu assister à un webinaire organisé par Gérard Boyer, qui est à la tête d'une startup travaillant sur la mesure d'impact, où celui-ci présentait les différences entre ces concepts (cf. Fig. 41) :

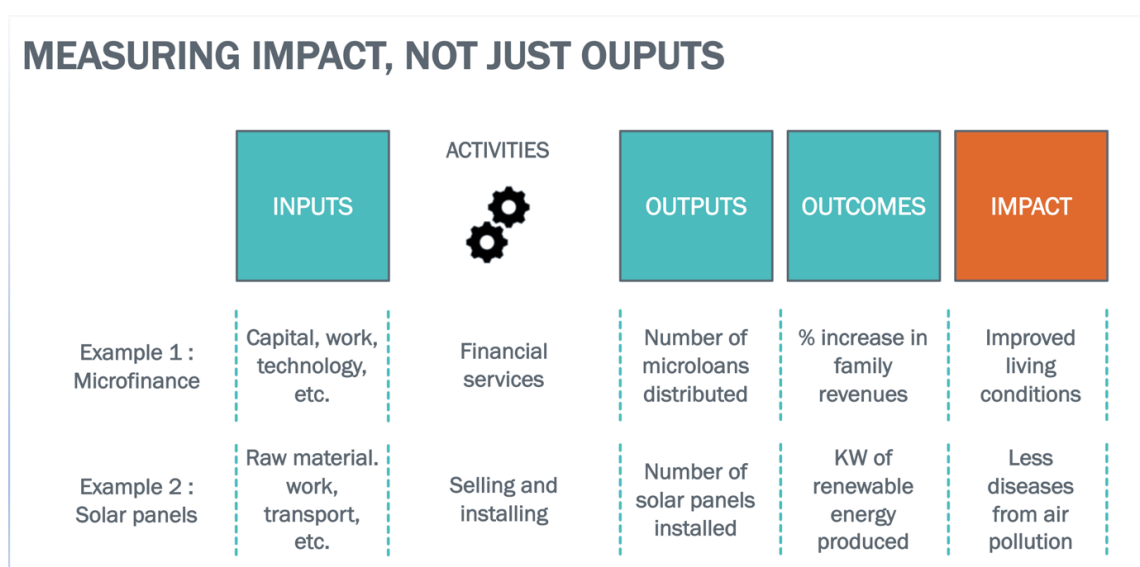


Figure 41 — Différences entre *input*, *output*, *outcome* et *impact*, issu de slides fournies par Gérard Boyer

²⁰⁸ L'*output* peut aussi inclure l'*outreach*, c'est-à-dire les personnes, organisations, entités « atteintes » (cf. *supra*).

Ces définitions, basées en réalité sur des exemples, sont reprises par l'ensemble de nos enquêtés et permettent donc de se faire une idée de la signification de ces termes indigènes. Dans cette perspective, l'*input* est l'apport de ressources nécessaires au déroulement d'une activité ; l'*output* est ce qui résulte de cette activité, ce qu'on « *peut compter* », selon les termes de Pierre-Luc d'Autane (Lime) :

« L'*output* c'est ce que tu peux compter. Si j'investis dans les hôpitaux, il y a combien de lits, combien de clients qui viennent, il y a combien de nuitées, combien d'enfants qui vont dans l'école dans lequel j'ai investi, il y a combien de personnes qui ont été soignées par le poste santé dans lequel j'ai investi ? Ça c'est l'*output*, c'est facile. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

Ensuite, l'*outcome* correspond aux conséquences de l'*output* selon des indicateurs pertinents, par exemple une quantité d'énergie produite, des tonnes de CO₂ évitées, une augmentation des revenus d'un ménage, etc. Enfin, la dernière catégorie, l'impact, représente « *un pas supplémentaire* » (Caroline Dubas, Hecate), pour rendre compte des effets concrets des *outcomes* sur la société ou l'environnement ; par exemple, l'amélioration de la vie des gens, de la qualité de l'air (cf. Fig. 41).

Dans l'industrie de l'impact investing à Genève, ces termes font l'objet d'un traitement ambivalent, oscillant entre une forte promesse d'impact se détachant des seuls *outputs* et *outcomes*, et des mises en œuvre n'atteignant pas ces très ambitieuses promesses. En effet, comme nous l'avons vu dans les nombreux visuels présentés dans ce chapitre, le terme « impact » est omniprésent pour qualifier les effets mesurés des investissements, et se substitue largement aux notions techniques d'*output* et d'*outcome*. Par exemple, Green Lotus, dans sa déclaration d'OPIM, indique utiliser une méthodologie permettant d'évaluer les impacts de ses investissements, tout en précisant, dans un visuel très clair, les différences entre ce concept et ceux d'*output*/*outcome* (cf. Fig. 42).



Figure 42 — Visuel issu de la déclaration OPIM de Green Lotus, 2021

Mais dans le même temps, nous avons vu que les mesures de second ordre (*cf. supra*) se réfèrent essentiellement à des données d'*output*, au mieux, et souvent plutôt d'*outcome*, si l'on suit cette terminologie (nombre de personnes embauchées, incluses dans le système financier, nombre de panneaux solaires installés, etc.). Concernant les « impacts », nous n'avons pas observé de données rendant compte de « *primary and secondary longer term effects* » des investissements, pour reprendre l'expression du visuel de Green Lotus (*cf. Fig. 42*). Ce difficile passage de la théorie de l'impact à l'objet « impact » construit dans des mesures comptables de second ordre n'est pas souvent abordé dans les documents officiels des *asset managers* du champ, à l'exception de certains, comme Harmony, qui reconnaissent que l'*outcome* est déjà un objectif idéal et rarement atteint :

“Seen by many as the holy grail of social performance management (SPM), outcome measurements for an entity engaged in a socially meaningful activity is of utmost challenge. For an MIV or an MFI, the social outcome of its operations reflects its capacity to maximize its theory of change by positively influencing its end-clients or

borrowers in increasing their financial security, household consumption, job creation and entrepreneurship.”
(White paper d’Harmony sur la mesure d’impact, 2017)

En entretien, cette difficulté est plus souvent reconnue, même parmi les acteurs dont les organisations martèlent la promesse de la mesure d’impact dans leurs documents officiels. Par exemple, Pierre-Luc d’Autane indique que la mesure d’*output*, « *c’est facile* », alors que l’impact ne peut généralement pas être prouvé car il s’appuie sur des inférences complexes :

« Si j’investis dans une société qui a développé une technologie selon laquelle, avec une goutte de sang, où que tu sois, tu la mets sur une petite plaquette et, en l’espace de 24 heures, tu as ce que normalement un laboratoire entier te produirait en une semaine, ici, à Genève. Donc tu détectes des maladies beaucoup plus rapidement, tu les soignes beaucoup plus rapidement et tu le fais à un coût tout à fait abordable de quelques centimes par test. Et tu amènes cette technologie au fin fond de l’Inde, avec des travailleurs sociaux qui sont formés grâce à des applications sur iPhone à détecter et à engager avec ces patients dont on a détecté quelque chose avec un triage immédiat, qui amène vers les hôpitaux de la région si c’est vraiment nécessaire. *Output* ? Ben, j’ai fait combien de tests ? Il y a combien de gars qui sont venus dans mon poste de santé ? Combien de travailleurs sociaux j’ai engagés ? Voilà. Est-ce que tu crois qu’en faisant ça, j’ai des centaines de milliers de personnes mieux prises en charge, mieux soignées, plus rapidement soignées que si j’avais pas cette technologie et que je ne la mettais pas dans des postes de santé primaire à travers l’Inde rurale ? Moi je pense que j’ai un impact. Est-ce que je peux te prouver que, systématiquement, j’ai changé les soins de santé en Inde ? Ben, peut-être que j’ai apporté une goutte, mais je ne prétendrai jamais avoir eu cet impact parce que je ne peux pas le prouver. » (Pierre-Luc d’Autane, fondateur de Lime)

D’après les praticiens, l’une des raisons de cette difficulté à prouver l’impact est la complexité du processus à mettre en œuvre, ainsi que son coût :

« Vous avez souvent accès à des données qui sont plutôt des *inputs* et parfois des *outputs*, très rarement des *outcomes* et quasiment jamais des impacts. Donc il faut quasiment reconstruire votre processus de collecte des données, entreprise par entreprise. Ce qui est très, très coûteux. » (Gérard Boyer, une startup d’évaluation d’impacts)

Certains, comme Raphaël Brunner, tournent même en dérision la promesse de l’impact, au regard des processus complexes qu’elle implique :

« Non mais c’est vrai qu’il faut faire attention avec les termes et c’est vrai qu’il y a des *outputs*, des *outcomes* et des impacts, et c’est prétentieux de vouloir mesurer un impact. Parce que pour vraiment mesurer un impact, il faudrait des années, il faudrait un doctorant pour chaque projet et un *control group*, voilà. Là-dessus, on est un peu... on utilise le terme parce que c’est un terme qui est devenu, on a ressenti que c’était ça la tendance. Paul [Lacour] a créé Transform en 2010. Lui, il venait de la microfinance et puis il a vu venir cet impact investing et donc on a donné ça comme nom à la boîte, Transform et c’est vrai qu’on a longtemps parlé d’*impact monitoring*. Maintenant, on parle plutôt d’*impact reporting* mais c’est que dans l’industrie, vous entendez toujours la ‘mesure d’impact, la mesure d’impact’ et je trouve ça un peu pfff, ridicule. » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

En somme, les promesses théoriques sur l’impact (issues du *logical framework* et sa distinction des autres concepts) sont largement déconnectées de ses mises en œuvre pratiques dans des mesures de second ordre. La notion d’impact, idéalement présentée comme une mesure des effets de long terme des investissements, ne subit donc pas une mise en calcul comptable qui rend justice à cet objectif. Ainsi, à l’échelle du champ, les frontières entre *output*, *outcome*, et impact sont

particulièrement poreuses, et l'impact reste souvent supposé et inféré à partir de simples données d'*output* :

« Est-ce que je peux te prouver que systématiquement j'ai changé les soins de santé en Inde ? Ben, peut-être que j'ai apporté une goutte, mais je ne prétendrai jamais avoir eu cet impact, parce que je ne peux pas le prouver. Maintenant, est-ce qu'au fond de moi, je suis absolument persuadé d'avoir eu un impact ? Oui. » (Pierre-Luc d'Autane, fondateur de Lime)

De plus, ce phénomène de mise en calcul permissive de l'impact est accentué par la disparité des méthodes d'inférence utilisées pour se rapprocher du graal que serait la mesure de l'impact. En effet, selon les modes de l'action à distance exercée dans la collecte des données par les différents acteurs du champ, l'objectivation des impacts n'est pas réalisée de la même manière. Il existe par exemple un écart méthodologique important entre les entreprises d'*asset management* du pôle *mainstream*, et ceux du pôle « microfinance ». Nous avons vu que les acteurs *mainstream* comme Hecate exercent une action à distance relativement faible sur leurs *investees*, se caractérisant par une collecte de données très générales et souvent publiques. En se basant sur de telles données, Hecate développe donc des mesures d'impact de second ordre impliquant davantage d'inférences théoriques que dans le cas d'une récolte de données plus proche du terrain. Ainsi, pour évaluer les supposés impacts des entreprises de son portefeuille, Hecate utilise des méthodes complexes, systématiques, appuyées sur la concentration d'un grand nombre de données générales, et de modèles sophistiqués. Ces derniers se basent essentiellement sur les activités desquelles un *investee* donné tire ses revenus, et tentent de reconstituer des chaînes de causalité pour agréger les effets possibles de ces activités, et les attribuer à l'*investee* initial. Pour utiliser cette approche, Hecate fait appel à l'expertise de chercheurs de l'EPFL (École polytechnique fédérale de Lausanne), dont Thomas Grandet, que nous avons pu interviewer :

« [...] L'approche choisie ici, [c'est qu']on part effectivement d'un point de vue beaucoup plus économique qu'environnemental, et on regarde les interactions que les secteurs vont avoir entre eux. Donc pour produire des semi-conducteurs, il va falloir des ressources qui proviennent d'une autre activité. Si, par exemple, on investit dans une société qui produit des semi-conducteurs et qu'elle augmente sa production, peut-être qu'il y a des ressources qui vont être réallouées dans le système économique qui vont avoir des impacts tout au long de la chaîne de production ou de valeur aussi. Donc [c'est] une approche beaucoup plus macro [...]. Et donc, prendre en compte toutes les interactions qui pourrait y avoir si tout à coup une activité est développée de manière importante à des fins de transition énergétique ou de décarbonisation ou etc. Donc c'est en fait ces interactions-là qui sont décrites dans ces tableaux entrée-sortie où vous avez une entrée en fait : [...] pour autant de produits provenant de telle activité, j'ai besoin d'autant provenant d'autres activités. Donc ça décrit le système économique de manière peu dynamique, mais relativement complète. » (Thomas Grandet, ingénieur, EPFL)

Cette approche est ainsi très différente de celle d'Harmony (et d'autres acteurs des pôles « microfinance » et « marchés émergents »), par exemple, qui cherche à évaluer davantage d'impacts en collectant des données auprès des clients en bout de chaîne (*end-clients*) : par un exercice de l'action à distance plus rigide, moins d'inférences sont nécessaires. Ainsi, Harmony effectue

occasionnellement, comme nous l'avons vu plus haut, des enquêtes auprès des *end-clients*²⁰⁹. Ce faisant, plutôt que de chercher à cerner des effets dynamiques d'interaction entre les différents acteurs économiques entrant dans la chaîne de production de ses *investees*, Harmony cherche à objectiver directement l'effet d'activités de microfinance sur les entreprises en bout de chaîne. C'est ce que montre la *Fig. 43*, ci-dessous, issue d'un rapport d'impact d'Harmony, indiquant par exemple que trois cinquièmes des bénéficiaires de micro-prêts ont vu les bénéfices de leur entreprise augmenter (dans les graphiques, ces données sont réparties en fonction des zones géographiques, et comparées aux résultats d'autres *asset managers*).

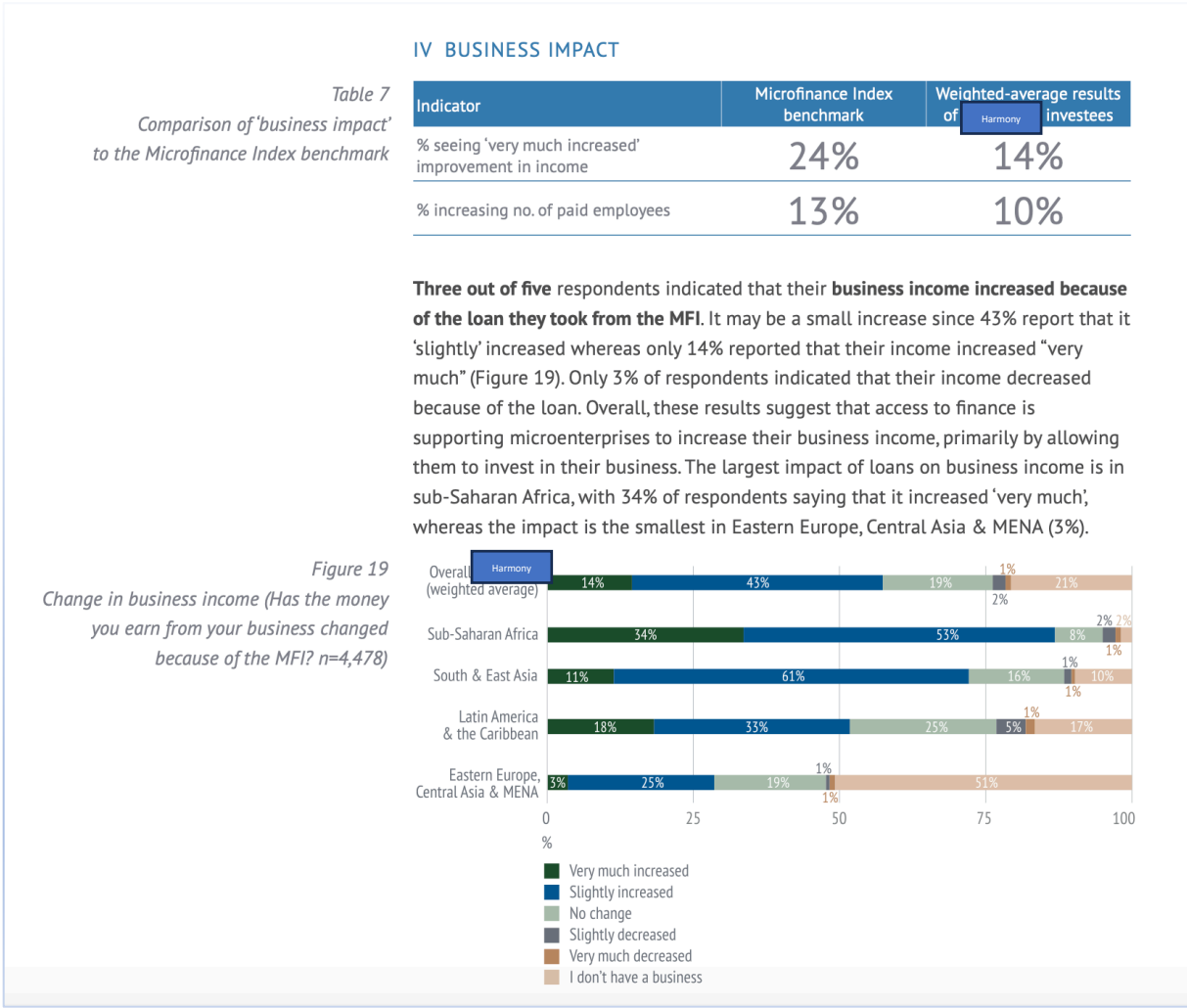


Figure 43 — Extrait du rapport d'impact d'Harmony, 2021

En somme, en plus d'être limitée par des enjeux pratiques difficiles à surmonter, la quête de la mesure d'impact n'est pas menée de la même manière par tous, notamment en raison des rapports

²⁰⁹ Ces enquêtes sont permises par des financements exceptionnels que Harmony a obtenus, notamment de la part d'acteurs économiques majeurs, comme la banque UBS.

très différents à l'action à distance et au recueil de données (présenté plus haut) à travers le champ de notre étude. De ce point de vue-là les pôles « microfinance » et « marchés émergents » se distinguent par un traitement des données plus proches de leurs bénéficiaires, et comportant moins d'inférences.

Deux autres exemples : l'évaluation des risques et l'épineuse question de l'additionnalité ; souvent mentionnées, rarement objectivées

Au-delà de l'enjeu central de la distinction de la notion d'impact avec celles d'*output* ou d'*outcome*, la mesure d'impact promet également, dans les discours officiels de ses praticiens, de prendre en compte d'autres facteurs complexes. Nous en traiterons ici deux : l'évaluation des risques d'impacts, et la question de l'additionnalité.

Chez plusieurs des *asset managers* du champ, dont Harmony, l'analyse des impacts est assortie d'une évaluation des risques associés, c'est-à-dire des risques que les impacts escomptés n'aient pas lieu ou que des impacts négatifs soient engendrés. Cet enjeu est d'ailleurs un aspect de l'impact investing qui se veut distinctif par rapport aux autres formes de finance durable, comme l'affirme Nina Langlois, de Steelax :

« La différence qu'on fait avec la partie ESG c'est qu'on va aussi regarder, lorsqu'on investit, les risques potentiels liés à une activité et les impacts négatifs qui peuvent en résulter, parce que toute activité économique selon [la manière] dont elle est structurée, faite ou gérée peut aussi aboutir à des impacts négatifs... » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

Dans l'ensemble des rapports d'impacts que nous avons pu consulter, près de la moitié fait état de tels risques, mais aucun ne quantifie, ni ne systématise ces potentiels impacts négatifs. Il s'agit d'ailleurs d'une limite mise en évidence par des acteurs indépendants, en particulier dans le rapport BlueMark (une tierce partie internationale qui évalue les démarches d'impact des *asset managers*) de 2022 qui mentionnait, au sein de l'industrie, « *an overemphasis on aggregate output metrics, cherry picking of portfolio companies, and a notable absence of information on underperformance or negative impacts* » (p. 16). En effet, dans les rapports, peu d'exemples ou de données globales sur des effets négatifs sont reportés. Cet exemple des risques d'impact montre ainsi un autre désalignement entre objectifs et mises en œuvre qui brouille la définition de l'impact.

De ce point de vue, un autre exemple est encore plus parlant : celui de l'additionnalité. Dans le contexte des investissements à impact, l'enjeu de l'additionnalité pose la question suivante : les impacts attribués à un investissement auraient-ils eu lieu sans la réalisation de cet investissement ? Ce terme est ainsi largement utilisé, notamment dans le domaine de la finance verte (Carter, Van

De Sijpe et Calel, 2021). Autrement dit, plutôt que de se focaliser sur les impacts des *investees*, on se demande ici par exemple combien de tonnes de CO₂ sont évitées par l'investissement d'un certain montant dans une entreprise. L'additionnalité, c'est donc la valeur ajoutée d'un investissement à l'impact réalisé par l'*investee*. En effet, une entreprise qui produit des panneaux solaires, par exemple, peut avoir un impact environnemental positif—mais comment savoir si le fait d'avoir investi dans cette entreprise a vraiment accru cet impact (a représenté une « addition » par rapport à ce qui aurait été accompli quoi qu'il en soit) ? D'après Gérard Boyer, il s'agit donc là encore d'une reconstitution complexe de schèmes causaux allant de la poche de l'investisseur aux clients en bout de chaîne, aux écosystèmes, à la qualité de l'air ou au climat :

« Faire de l'additionnalité une condition de l'investissement d'impact, ben c'est une énorme contrainte. D'être capable de se dire quand j'investis je sais que l'argent que j'amène dans cette entreprise va créer un surplus, donc une addition d'impact qui n'aurait pas existé si je n'avais pas investi. » (Gérard Boyer, une startup d'évaluation d'impacts)

Pourtant, malgré la complexité de cette mesure, la notion d'additionnalité est centrale dans les discours officiels des *asset managers* et apparaît comme un élément constitutif de l'impact. Dans cette perspective, un impact est un impact s'il est généré ou accru par investissement dans l'entreprise qui en est responsable :

« Nous on veut voir les changements, et c'est ça la contribution. Qu'est-ce que ça change dans la vie des gens ? L'additionnalité. Si la boîte n'était pas là, est-ce que ça serait autrement ? » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

Ainsi, par exemple, les rapports d'impact de Transform indiquent que les méthodologies utilisées offrent un « *focus on the intentionality and additionality of each investment* » (Rapport d'impact, Transform, 2019). Pourtant, dans le même temps, cette additionnalité n'est pas réellement intégrée à des mesures de second-ordre ; elle est supposée, avec « *les moyens du bord* » (Raphaël Brunner) et en comparaison avec les investissements *mainstream* (et l'impact *mainstream*) sur les marchés listés, où elle est encore moins objectivable²¹⁰ :

« [Pour l'additionnalité], on fait avec les moyens du bord et avec certaines *metrics* qu'on pense être pertinentes. Mais pour moi, tout investissement a un impact qu'il soit positif ou négatif. Toutes nos décisions ont un impact, qu'elles soient des décisions d'investissement, de donations, de pour qui on travaille, de combien de temps on passe pour quel projet. Et puis après, juste, l'impact investing c'est vraiment une philosophie de l'investisseur qui se dit, voilà, mon argent, j'ai envie qu'il soit investi avec des principes et puis j'ai envie d'avoir un impact positif avec mes investissements tout en préservant le capital ou en générant un revenu. Chacun a sa politique d'investissement. [...] Si vous investissez dans un fonds UBS qui gère 500 millions et puis vous mettez 200 000, 300 000 dedans, déjà ça va pas changer la vie pour eux, aux gérants du fonds. Puis les entreprises qui sont *investees* s'ils sont en listé, ça va être juste du *trade* d'actions donc votre additionnalité, là-dedans, elle est nulle. Et vous allez pas vraiment avoir un impact en investissant dans ce fonds, pour moi. Tandis que si vous

²¹⁰ En effet, au sein du pôle *mainstream*, investir dans une entreprise listée ne permet pas d'évaluation d'additionnalité dans la mesure où les parts de cette entreprise s'échangent à grande vitesse sur le marché, ce qui rend l'impact de chaque investisseur difficile à objectiver.

investissez 2 millions dans un fonds qui en fait 50, qui prête à des boîtes qui ne trouvent pas de financements, là vraiment—et qui fait avancer le truc—l'entreprise devient un modèle et d'autres l'imitent. Là, en tant qu'investisseur, vous avez une additionnalité. » (Raphaël Brunner, Directeur exécutif, Transform)

En fin de compte, l'objet « impact » dans ses définitions officielles, tourne autour d'un certain nombre d'hypothèses de base relativement fortes, lui permettant de se distinguer d'autres approches sur le plan discursif. Mais lorsqu'on observe la manière dont ces conditions se traduisent dans les mesures d'impact de second ordre, on constate un écart—parfois reconnu par les acteurs du champ—qui rend particulièrement mouvantes les délimitations de l'objet « impact » en tant que catégorie comptable.

En somme, que ce soit en raison de leur hétérogénéité, leur désalignement, incommensurabilité, ou écart aux discours, les mesures de second ordre de l'impact ne permettent pas à un tel objet de se stabiliser (Power, 2004), et d'exister selon des principes rigides au sein du champ. Ce dernier dispose au contraire de propriétés multiformes, de caractéristiques définitionnelles négociables, et d'opérationnalisations asymétriques correspondant à ses multiples mesures de second ordre. Celles-ci le rendent manipulable et adaptable aux spécificités pratiques que l'on a identifiées au sein du champ. Il permet alors aux acteurs des différents pôles de le traiter selon leur propre approche, en lien étroit avec leurs pratiques générales d'investissement, et les conceptions morales associées (*cf.* partie II. du chapitre).

iii. Le *reporting* auprès des investisseurs : prouver un impact mis en calcul de manière flottante

Dans les précédentes sous-sections, nous avons montré que la collecte des données (par l'exercice de l'action à distance) et la mise en forme de mesures de second ordre contribuent à une mise en calcul permissive de l'objet « impact », n'atteignant pas l'unité comptable et la précision revendiquées par les acteurs du mouvement de l'impact investing. Nous avons étudié cette dimension sous l'angle des *asset managers*. Il nous faut rappeler que ces derniers restent des intermédiaires. Autrement dit, ils fournissent un service de gestion d'actifs à des investisseurs qui peuvent être de différents types : des investisseurs institutionnels (fondations, institutions de développement, acteurs publics) investissant directement dans les produits de l'*asset manager*, des investisseurs individuels dits « *retail* », mais aussi des banques confiant leurs fonds à l'*asset manager* (des fonds de fonds, ou des mandats)²¹¹. En fournissant ces services, les *asset managers* d'impact ne font pas qu'objectiver les « impacts » de leurs actifs sous gestion, ils les communiquent à leurs clients investisseurs, le *reporting* constituant un élément central de toute démarche comptable (Miller

²¹¹ Nous présentons au début du chapitre ces différentes catégories d'investisseurs.

et Power, 2013 ; Power, 2013, 2021), selon le principe de médiation des processus comptables (Miller et Power, 2013), ou, dans une perspective de sociologie économique, en produisant des dispositifs de jugement (Karpik, 2007) renseignant les investisseurs sur les qualités de ces produits. Une question émerge alors : dans le contexte d'une mise en calcul permissive de l'objet impact, comment les *asset managers* satisfont-ils leurs clients dans le *reporting* d'impact qu'ils leur proposent ? Nous verrons que la variété des approches comptables est cristallisée par des modes de *reporting* qui n'obligent que très peu les *asset managers* vis-à-vis des investisseurs. Nous commencerons par montrer que la diversité des types de clients implique des attentes différentes au regard des enjeux de *reporting* d'impact (1.). Puis nous verrons que, par-delà cette diversité, les investisseurs se caractérisent généralement par des attentes peu exigeantes en termes de mesure d'impact ; cette permissivité incite alors les *asset managers* à s'appuyer sur des modes de *reporting* cherchant à raconter l'impact (plutôt qu'à le comptabiliser) et ce, de manière différente en fonction des pôles de pratiques (2.). À ce titre, les dispositifs de *reporting* autorisent cette permissivité des comptabilités et des conventions de qualité auxquelles elles se rattachent.

Reporter l'impact, pour qui ?

Les investisseurs confiant leur argent aux *asset managers* d'impact à Genève n'ont pas tous les mêmes attentes concernant le *reporting* d'impact, notamment en ce qui concerne sa forme et la rigidité des indicateurs utilisés. Les entretiens réalisés auprès des *asset managers* rendent compte de cette diversité, reflétant en particulier sur les attentes plus élevées de certains types d'investisseurs institutionnels comme les acteurs du développement, ou plus généralement les acteurs publics—confirmant ainsi la distinction classique entre des investisseurs dits « *impact first* » ou « *return first* » (voir par exemple, Chiapello et Godefroy, 2017). C'est notamment ce qu'explique Nina Langlois, de Steelax :

« [L'impact a] toujours été le positionnement de Steelax. Toutefois, depuis le début, [on avait] plutôt des investisseurs commerciaux, [...] intéressés par le retour financier avec ces externalités positives et négatives comme 'plus' on va dire ; mais maintenant [...] on travaille avec des DFI [Institutions financières du développement] notamment qui, par exemple, pour ce type d'acteurs-là, c'est d'abord la recherche de l'impact [qui prime], et ensuite, la recherche de la rentabilité financière des investissements. » (Nina Langlois, Impact Analyst, Steelax)

De ces positionnements divers résultent ainsi, par exemple, des attentes variées concernant la modélisation de l'additionnalité, comme cela peut-être le cas en fonction des différents clients de Lime :

« [La standardisation], c'est un enjeu parce que notamment, du coup il y a une multiplication de rapports d'impact et tout le monde rapporte certainement différemment ces données. Je pense qu'en fait, c'est nos investisseurs qui doivent avoir un peu de mal à s'y retrouver entre ce qui est fourni par les uns et les autres. Par ailleurs, il y a un vrai sujet sur : est-ce qu'on mesure la contribution ou l'attribution ? Et nous, nos investisseurs, nous challengent beaucoup là-dessus, parce que je pense que ce qui est le plus fait dans le secteur de l'impact investing, c'est de dire : 'on investit dans une entreprise et voilà l'impact de l'entreprise'. Par contre, quel est l'impact nous de notre financement, très spécifiquement ? Ben ça c'est une modélisation qu'il faut faire parce que, concrètement en général on investit dans l'entreprise et on n'a pas forcément une ligne de l'entreprise qui va être utilisée comme dans un programme humanitaire pour acheter un certain nombre de kits d'urgence ou quelque chose. Donc nous en général, on peut pas... [...] Et ça du coup, nous on a pas mal de demandes de l'IFAD [Fonds international de développement agricole], de la commission européenne, de ce genre d'investisseurs, pour être plus précis—parce qu'eux sont habitués à faire ces modélisations pour leurs investissements et donc à avoir des *impact investors* à qui ils donnent des fonds et qui leur disent, ben voilà, la coopérative, elle a 900 fermiers et ils disent '*so what* ? C'est quoi votre impact sur ces 900 fermiers ? Est-ce que vous avez réussi à maintenir un accès au marché pour 100 d'entre eux ?' Et après, on se retrouve à faire des modèles qui, pour nous, ont un peu moins de sens parce que c'est des modèles... mais qui donnent quand même une information sur l'importance de notre financement par rapport à d'autres. Donc on le fait pour eux. Mais dans notre rapport d'impact, par exemple, on va dire 'nous on investit dans ces entreprises et voilà l'impact de ces entreprises'. Et on va pas dire spécifiquement, 'voilà l'impact du financement de Lime'. Ça, c'est un vrai problème de définition sur lequel on a beaucoup de discussions avec les investisseurs. » (Anna Meunier, Head of Impact Management, Lime)

Ainsi, le degré de précision et de standardisation du *reporting* aux investisseurs va dépendre des attentes de ces derniers et du degré de précision des informations dont ils doivent rendre compte de leur côté : « *Mais bon, bien sûr, je comprends que pour des investisseurs, notamment publics et des fondations, ils ont eux-même des exigences de reporting. Donc il faut bien sûr qu'on puisse leur fournir les indicateurs dont ils ont besoin.* » (Anna Meunier, Lime)

Par conséquent, le *reporting* d'impact n'est pas nécessairement standardisé au sein du même *asset manager*, et dépend beaucoup des clients—ce qui implique également des récoltes de données initiales différentes selon les fonds de cet *asset manager*, des indicateurs variés, etc. Par exemple, un employé d'Harmony explique que les données d'impact les plus précises, en particulier celles provenant d'une collecte auprès des clients en bout de chaîne, sont spécifiques à un mandat de gestion pour UBS²¹² assorti de moyens exceptionnels dédiés à l'objectivation des impacts, impliquant un *reporting* plus précis :

« On a un mandat, par exemple, avec UBS : c'étaient des clients privés, et on fait un rapport d'impact chaque année. [...] Et on a aussi une autre unité qui a un mandat qui est spécialisée sur l'Afrique subsaharienne, donc là aussi, eux ils sont beaucoup plus... Il y a plus de discussions sur ces éléments-là [le *reporting* d'impact]. Je dirais, là-dessus, ça dépend vraiment des contreparties qu'on a. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Du côté d'Omnis, Claire Delastre fait une différence entre les institutionnels financiers (hors du champ du développement), et les investisseurs individuels (dits *retail*) :

²¹² Autrement dit, un fonds d'UBS dont la gestion est confiée à Harmony.

« Les fonds de pensions, ils font des essais avec nous, justement pour voir un petit peu qu'est-ce qu'il se passe. Pareil pour les banques privées. On représente vraiment une toute petite portion, et c'est chouette qu'ils fassent des essais. On espère leur montrer que ça peut marcher. Je pense que les privés, enfin les *high net worth individuals* sont peut-être ceux qui font, qui mettent l'*impact first*. Oui, parce qu'on parle directement avec eux-mêmes, ils ont, c'est eux qui poseront le plus de question vraiment sur le fonds, sur les produits. Alors que les investisseurs plus classiques vont plutôt vraiment demander sur le retour financier, la performance. Donc c'est oui, c'est vraiment des questions différentes qu'ils nous posent. » (Claire Delastre, Stakeholders Manager, Omnis)

En somme, le *reporting* d'impact, en plus de s'appuyer sur des données et mesures de second ordre délimitant l'impact de manière flottante, se décline avec plus ou moins de précision selon les investisseurs auprès desquels il est réalisé, ce qui en limite l'harmonisation et la standardisation, parfois même chez un même *asset manager*.

Reporter, raconter, ou divertir ?

Au-delà des variations d'exigences concernant le *reporting* parmi les investisseurs, les entretiens réalisés avec les *asset managers* révèlent, de manière générale, une attention relativement faible de ces investisseurs au sujet de la question du *reporting* d'impact. En effet, si ces derniers choisissent d'investir auprès de gestionnaires d'impact investing, les conditions, la complexité et le détail des impacts supposément générés sont rarement des sujets d'intérêt pour eux (excepté dans les quelques cas présentés plus haut) :

« Alors, je dirais, qu'à ce stade, comment dire... Pour les clients qu'on a... [L'impact], c'est important mais c'est pas un sujet—je parle de clients professionnels—c'est pas un sujet qu'on aborde des heures en réunion. On aborde plus, pour être franc, le retour financier. L'impact, on a quelques indicateurs—alors on a la typologie [...] —mais ce que je veux dire, c'est qu'on a des choses à montrer, on en parle un peu, mais c'est pas, pour mes clients [...], c'est pas l'élément-clé. [...] Les clients sont intéressés, par rapport au contexte qui évolue, ils ne sont pas naïfs mais ce ne sont pas des gens qui sont venus uniquement pour ça. [...] Et les clients que j'ai, qui sont des clients plutôt professionnels, j'ai l'impression qu'ils sont plus axés [sur les rendements financiers] et forcément, ils regardent l'impact pour s'assurer qu'il n'y a pas de risques qu'on prend sur des variables sociales ou autres. Mais on a pas des débats passionnés sur les indicateurs ou sur des variations. C'est plus... ils prennent note. » (Bruno Reymond, Head of Portfolio Management, Harmony)

Cette citation est caractéristique de l'attitude des investisseurs face à l'impact et sa mesure : en règle générale, ils sont relativement peu exigeants concernant la manière dont celui-ci est reporté et se contentent d'en « *prendre note* ». On peut comprendre, à partir de ce positionnement, la manière dont les *reportings* d'impact sont réalisés. Nous examinerons ceux-ci à partir de rapports d'impacts (ou rapports de fonds incluant une dimension « impact ») disponibles sur les sites *web* des *asset managers*. Certains sont des documents publicitaires pour le fonds, et d'autres sont destinés aux investisseurs ou futurs investisseurs.

Tout d'abord, nous notons que certains *reportings* se caractérisent par une présentation très sommaire des résultats d'impacts, ce qui est cohérent par rapport aux attentes d'un certain nombre d'investisseurs. Par exemple, dans le rapport mensuel d'un fonds d'Hecate, le commentaire du gestionnaire se concentre exclusivement sur la performance financière du fonds, et la dimension impact est uniquement abordée dans une série d'indicateurs décontextualisés, présentés en Fig. 44, comparant, sans explication supplémentaire, le supposé impact du fonds par rapport à celui du benchmark, selon différentes catégories (ESG, « *impact targets* », SDGs...). Dans ce type de *reporting*, il s'agit davantage de fournir des signaux de performance, que des explications fines des types d'impact réalisés. Dans le rapport BlueMark 2022, ce type de données est appelé, de manière critique, « *vanity metrics* », et présenté comme une forme de *reporting* reposant davantage sur l'effet immédiat d'une croyance dans les nombres (Porter, 1995), que sur une mise au jour approfondie des impacts.

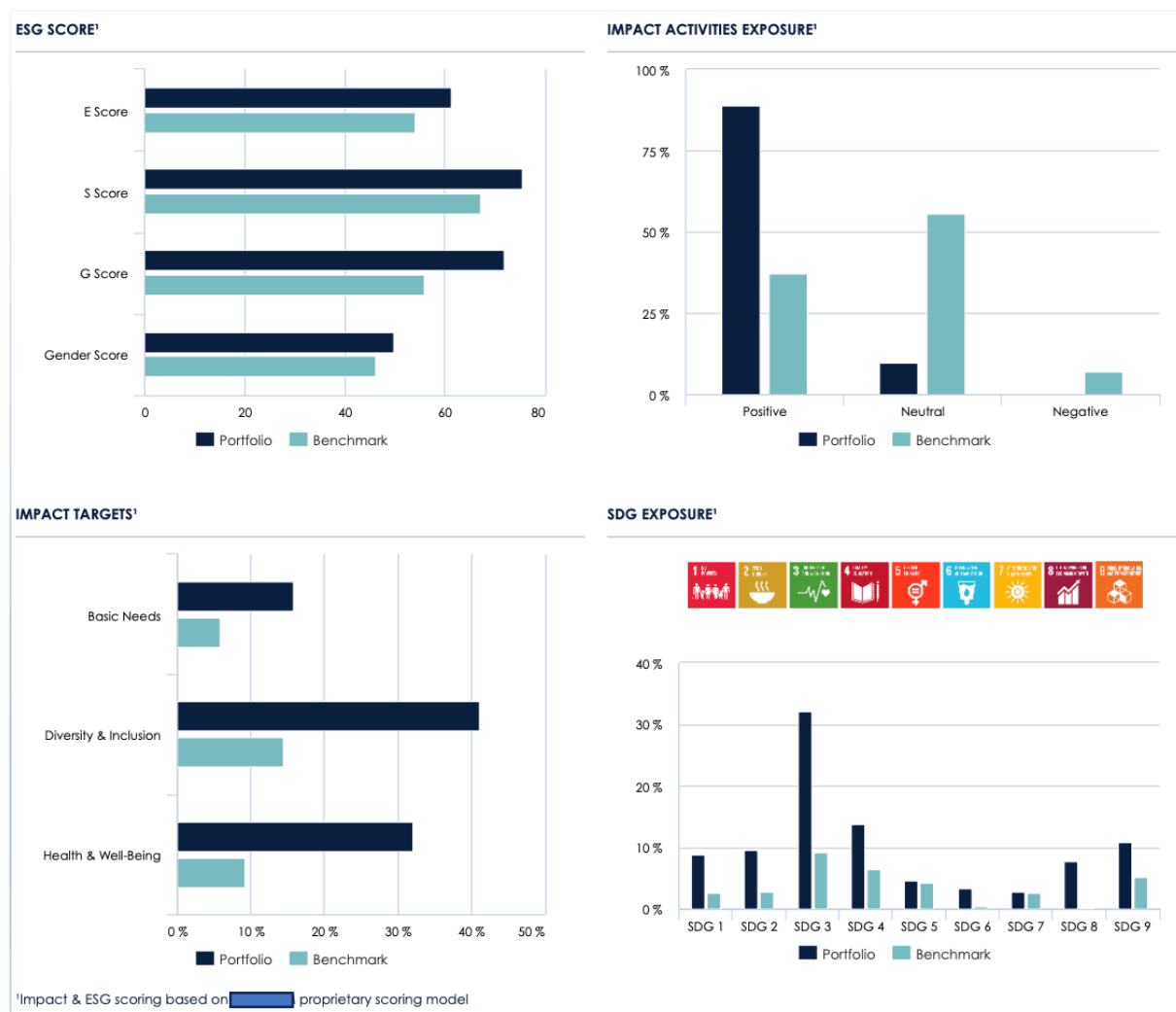


Figure 44 — Données d'impact d'un fonds d'Hecate, issu d'un rapport mensuel de fonds, 2023

Ensuite, d'autres formes de *reporting* cherchent à expliquer davantage les impacts réalisés. Nous avons vu dans les précédentes sous-sections que les mesures d'impact de second ordre permettent rarement la commensurabilité et présentent un écart fort par rapport aux objectifs théoriques de la mesure d'impact. La question suivante peut alors être soulevée : comment reporter et rendre crédibles des impacts quand l'objectivation de ces derniers est ancrée dans des mesures de second ordre qui les définissent de manière aussi flottante ? Cette question peut être lue au prisme de l'approche de Beckert (2016) sur les *fictional expectations*, c'est-à-dire les attentes imaginées sur les résultats futurs des activités économiques. Dans cette perspective, de telles attentes doivent être structurées et rendues crédibles (Beckert, 2013) par un ensemble de dispositifs tels que des chiffres, des narratifs, des prévisions, etc. Dans le cas du *reporting* d'impact, nous observons cet enjeu de manière particulièrement aiguë, car les *asset managers* cherchent à convaincre de l'existence d'un impact avéré ou futur, là où les mesures comptables utilisées pour cela ne permettent pas tout à fait, du propre aveu des acteurs, d'assurer cette existence. Nous observons donc qu'un certain nombre de rapports d'impacts mettent en œuvre des techniques permettant de rendre crédibles ces *fictional expectations*, malgré les limites des mesures de second ordre mobilisées. En examinant les rapports, nous remarquons que cette crédibilisation passe par la juxtaposition d'informations de natures différentes, et notamment d'artéfacts visuels (Puyou et Quattrone, 2018 ; Quattrone, 2017), permettant de véhiculer une idée simple, plutôt que de reporter précisément sur des catégories déterminées. Cette approche du *reporting*, à laquelle Ronzani et Gatzweiler (2022) font notamment référence en parlant de « multimodalité », est à l'œuvre dans plusieurs rapports d'impact produits par les acteurs du champ genevois. La notion de multimodalité renvoie à l'utilisation simultanée, dans des dispositifs de mesure de performance, de plusieurs « modalités », c'est-à-dire, de supports visuels variés : textes, données quantitatives, mais aussi images, graphes, couleurs, etc. La multimodalité est particulièrement présente dans les rapports d'impact, qui multiplient les types de données, en cherchant à véhiculer l'idée de l'impact, davantage que sa preuve. De ce point de vue-là, nos observations résonnent avec celles de Bourgeron (2020), qui montre que les investissements à impact fonctionnent selon une double circulation du capital et des impacts entre *asset managers*, *investees*, et investisseurs. Il note notamment la tension entre des mesures quantitatives et qualitatives de l'impact, renvoyant à des définitions souvent concurrentes de l'impact social et des attentes des investisseurs. Notre cas présente une situation sensiblement différente, puisque cette multimodalité des données, mixant qualitatif et quantitatif fait moins écho à des approches en tension qu'à des méthodes de *reporting* qui les utilisent simultanément pour convaincre les lecteurs, en l'occurrence, les investisseurs.

Tout d'abord, l'ensemble des rapports examinés contiennent des données numériques d'*output*, d'*outreach*, ou de contribution à des SDGs, dont nous avons déjà donné de nombreux exemples. Celles-ci sont souvent décontextualisées, et fonctionnent sur la base des « *vanity metrics* » mentionnées ci-dessus. Mais pour rendre concrètes de telles informations, les *asset managers* les complètent avec des modalités visuelles, en particulier des photographies, véhiculant l'idée d'impacts positifs, dont la nature varie en fonction des « objectifs d'impact » de l'entreprise : il peut ainsi s'agir de paysages symbolisant la préservation des écosystèmes, d'individus provenant de pays en développement, ou encore d'images de produits fabriqués par un *investee*, comme on peut le voir ci-dessous, en Fig. 45.

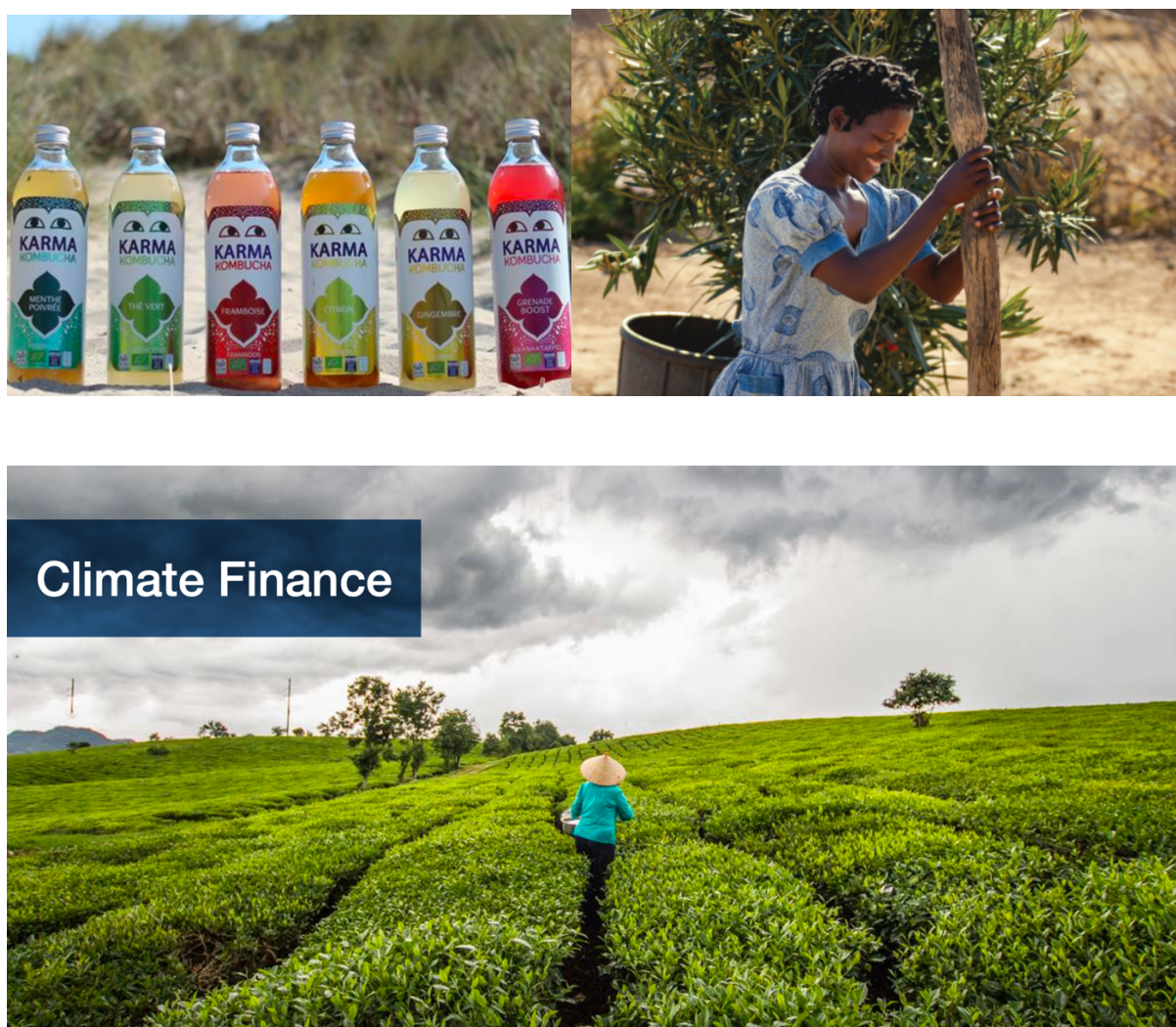


Figure 45 — Exemple de visuels tirés de rapports d'impact (Regenae, Harmony, Green Lotus)

En complément de ces images sont également présentés des narratifs, des « *impact stories* », ou des « *portfolio highlights* », pour reprendre les termes employés dans les rapports. Par exemple, Regenae propose des « *zooms* » sur des entreprises soutenues, en exposant leurs objectifs, leurs produits, et

leurs potentiels impacts. Certains rapports se focalisent aussi parfois sur les clients en bout de chaîne, et relatent leur expérience, à travers les discours des *investees* qui leur fournissent des services. C'est le cas de Steelax, qui, par exemple, cherche à exemplifier l'impact de certains de ses investissements sur les femmes qui en bénéficient, comme présenté dans la Fig. 46, ci-dessous.



Figure 46 — Extrait d'un rapport d'impact de Steelax, 2022

Le cas de Green Lotus est encore plus frappant : il donne à voir une technique d'objectivation de l'impact donnant la parole directement à des *end-clients* sélectionnés, dont l'expérience est mise en récit pour crédibiliser l'impact de l'*asset manager* (cf. Fig. 47).

The case of Mrs. [redacted] exemplifies how the protection offered by climate insurance products benefits poor and vulnerable people in developing countries. Mrs. [redacted] is an end

client of the Pakistani [redacted] Foundation, an IIF investee since 2018. Like most people in her region, Mrs. [redacted] is in the dairy business. She has been selling milk for over 10 years. She started her business by forming a partnership with another villager to buy a cow. She earns Rs. 9,000 (USD 67) per month from selling milk. Figure 11 describes in detail how climate insurance has supported Mrs. [redacted].



"In the beginning, I was unwilling to take out animal insurance but, after an insurance payout helped me to recover from a loss, I feel that the price of animal insurance is worth paying for. Some incidents are not under our control and the insurance coverage provides some relief."

Figure 47 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (1/2)

Dans cet exemple, Green Lotus vante l'efficacité de produits d'assurance contre les risques climatiques proposés à des populations pakistanaises, *via* un *investee* de Green Lotus, une fondation. Ce cas retrace l'histoire d'une cliente en bout de chaîne, Mme [X], qui, après hésitation, aurait décidé de souscrire à cette assurance, qui lui aurait finalement permis d'économiser des sommes importantes après qu'une maladie aurait frappé la vache dont elle tirait ses revenus. Cette histoire n'est pas seulement racontée *via* le témoignage de Mme [X] ; elle est aussi mise en forme visuellement et chronologiquement avec une emphase sur l'impact positif de ces services d'assurances (*cf. Fig. 48*). Autrement dit, les techniques de multimodalité cherchent ici à rendre crédible un impact—non comptabilisé systématiquement—*via* la juxtaposition (Ronzani et Gatzweiler, 2022) de données narratives et visuelles sur un cas spécifique, mises en forme selon cet objectif.

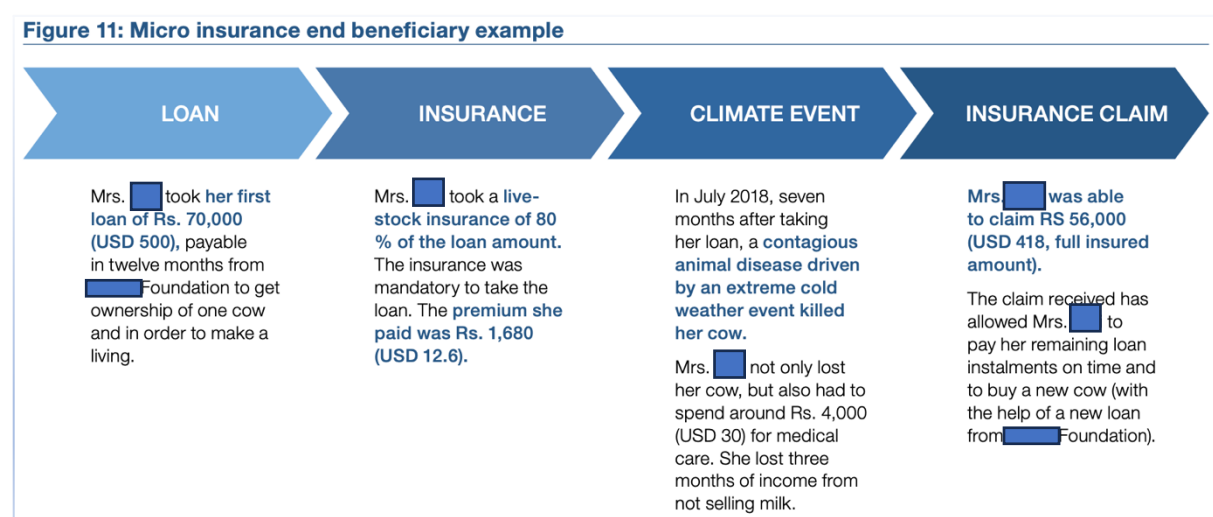


Figure 48 — Extrait d'un rapport d'impact de Green Lotus, 2020 (2/2)

Ronzani et Gatzweiler (2022) examinent les effets de ces approches multimodales et soulignent notamment « *the lure of the visual* » qu'elles impliquent, c'est-à-dire la manière dont elles « *trivialisent* » le *reporting* de la performance (ici, l'impact), en réduisant l'information à une idée simple, facilement interprétable et peu questionnable dans ses détails—ici, l'effet positif de l'action de l'*investee* sur les clients en bout de chaîne :

“While our findings do not suggest that simple visualizations are inherently dysfunctional, [...] there is a risk that the reports “look so good” that they deter engagement. Once the diagrams became deeply embedded and subject to social regulation in the reporting practices of the organizations (i.e., when they had sufficient conventional currency to be interpretable in the almost total absence of numerical KPIs and text), our analysis suggests that their simplicity prevented further interrogation.” (Ronzani et Gatzweiler, 2022, p. 16)

Nous suggérons ainsi que ces exemples montrent que l'impact n'est généralement pas reporté selon des catégories comptables interprétables de manière systématique, mais *via* des modalités multiples servant davantage des narratifs et des *fictional expectations* qui consistent plus à *raconter*, qu'à *reporter*, amenant la comptabilité d'impact aux marges des fonctions classiques de l'*accounting* (Miller, 1998).

Enfin, une forme exacerbée de cette transition du *reporting* vers le *storytelling* est observable en dehors de ces rapports. En effet, en plus de ces *reportings* réguliers, certains *asset managers*, en particulier Green Lotus, proposent à leurs investisseurs des voyages sur le terrain, pour voir « *comment leur argent est utilisé* ». Dans la citation qui suit, que nous trouvons utile d'exposer dans son intégralité, le Chief Risk Officer de Green Lotus revient sur ces voyages, en insistant sur leur dimension divertissante, exotique, « *cool* » et « *badass* » :

Sam Blink (Green Lotus): “The clients demanded... the clients wanted to do it. Yes. Investor fieldtrips. They love it. People love it. It's awesome. I mean, let's be real. It's a cool opportunity. It's a cool experience. Because most people, I mean people who invest in our funds, like I said in our conversation, they do it because they are genuinely interested in what we do. This is not passing fancy for them. And so, every year, a couple of times a year, our investor relations group and often our chairman and CEO will put together and send a note out to our investors and say: 'we plan an investor fieldtrip to go to Sri Lanka or to go to Myanmar or Georgia, or whatever.'”

Enquêteur: “And they meet with the SMEs or the financial intermediaries?”

Sam Blink: “They do both. Basically, these trips we have, have different components. You meet with the institutions where the funds are lending. So, you go and you meet with, one of the bank or MFIs in the Republic of Georgia and then you go out and you ride with a loan officer from that institution and you go out and you meet with clients. People will talk about the businesses that they are financing with the loans from bank or [a MFI] and you get a sense of how that money is being used, whether it is to a micro-enterprise or a SME. And you have the opportunity as an investor in the fund to connect the dots. And to know that 10 million dollars was dispersed last year from Green Lotus microfinance fund to [an MFI] and that this woman or this family is a client of [this MFI]. It makes it more tangible. And they do that a few times a year and they go to different places and hold together a group of investors or representatives of our investors to sort of see it firsthand. [...] It is cool. And what I kind of like about it is that, when I was at Route Capital²¹³—Route Capital was the first impact investment fund to ever do agriculture, direct financing for agriculture SMI, like, they were the pioneer on that—and their investor base was both investors and people who were participating in an ‘zero program’, but also philanthropically. You had foundations, individuals. You had family offices. You had schools. It was philanthropically oriented and it was really impact oriented. People were willing to take out wages risk with their money to take 0% return because they just believed so strongly in what people were doing. And they did this. And I remember thinking that this was badass. That this was cool. The idea of going out and singing Nicaragua revolutionary songs after dinner, in a village, somewhere in a mountain, with investors, people who have never been out in New York or London. They did and stayed in a Pacha hotel. People loved it. And I think it is cool that Green Lotus does that.”

En somme, le *reporting* d'impact se déploie sur un continuum allant de la comptabilité (souvent limitée) au divertissement, en passant par le *storytelling*. Après avoir montré que la mesure d'impact se traduit dans notre cas d'étude par une mise en nombres flottante, nous voyons que son *reporting* tente de pallier ces faiblesses par l'utilisation de modalités aux frontières des fonctions comptables,

²¹³ Non anonymisé.

cherchant à rendre l'impact crédible autrement que par ses seules mesures de second ordre, sans unité générale, et selon une adaptation aux attentes très variées des investisseurs initiaux.

e. Une mise en calcul permissive au service d'une variété de conventions de qualité

En examinant les modalités de la mesure d'impact au sein des différents *asset managers* du champ de l'impact investing genevois, nous avons mis en évidence que la délimitation pratique de l'objet « impact » est réalisée selon une mise en calcul comptable que nous qualifions de permissive. En étudiant successivement la collecte de mesures de premier ordre par l'action à distance, la production de mesures de second ordre autonomisant l'objet, et le *reporting* effectué auprès des investisseurs, nous avons identifié les caractéristiques d'une telle mise en calcul. Celle-ci est permissive à deux titres. Premièrement, elle maintient la diversité des mesures en mettant en œuvre des fonctions comptables qui n'en permettent pas la commensurabilité ou la comparabilité au sein du champ. Deuxièmement, elle trace des frontières floues autour de l'objet « impact », qui peut alors être saisi par divers acteurs, aisément adapté à leur propre interprétation, et intégré à des pratiques variées, elles-mêmes rattachées à divers pôles de pratiques.

Mais quel lien établir entre cette mise en calcul permissive, les pôles de pratique et les moralités du champ de l'impact investing genevois ? Plus tôt dans le chapitre, nous avons montré que l'espace des pratiques de l'impact investing à Genève structure des conventions qui relient des moralités variées à des pratiques diverses. Celles-ci sont idiosyncrasiques, et leur asymétrie est maintenue par un mode d'organisation endogène, tourné vers l'histoire et les préoccupations marchandes des organisations, ainsi que par un discours supposant une capacité innée du marché à réguler les pratiques. La mise en évidence des caractéristiques de la mise en calcul de l'objet « impact » ajoute un élément à la compréhension des conventions de qualité identifiées et des moralités qu'elles portent : leur diversité est entretenue par une infrastructure comptable permissive qui autorise des mises en œuvre d'intensité variables (et parfois faibles) des fonctions comptables classiques. Cette infrastructure comptable permet alors à chaque convention de qualité, de s'ancrer dans une approche comptable qui lui est adaptée. Ce constat a deux principales conséquences.

Premièrement, les moralités variables reliées aux différents pôles identifiés en début de chapitre sont techniquement installées dans des approches variées de la mise en calcul de la catégorie « impact ». Ainsi, chacun de ces pôles propose des applications plus ou moins poussées, exigeantes, ou restrictives de la comptabilité d'impact, selon les thèmes que nous avons identifiés au cours de

cette section sur la mesure. Nous avons notamment observé que les acteurs issus d’une tradition en microfinance proposent des approches comptables plus poussées, en particulier sur le plan de la collecte de données initiales, là où les acteurs plus *mainstream* sont plus éloignés, dans leur processus de comptabilité, des impacts qu’ils cherchent à objectiver. Sur la base des analyses et des exemples présentés, on peut donc dresser un tableau synthétisant le rapport des différents pôles de pratiques à la comptabilité d’impact. Pour chaque « fonction » comptable que nous avons examinée, nous y indiquons la manière dont les acteurs de chaque pôle l’exercent :

Tableau 5 — Des pôles de pratiques ancrés dans des approches comptables qui leur sont propres

Fonctions Acc. Pôles	Action à distance	Mesures de 2nd ordre	Reporting
Microfinance et Marchés émergents	Forte	Approximation des impacts par traitement de données empiriques	Rapports d’impact, témoignages, mesures de 2 nd ordre, voyages sur place
Environnement	Moyenne	Approximation des impacts sur la base des activités des <i>investees</i>	Rapports d’impact, mesures de 2 nd ordre
Mainstream	Faible	Approximation des impacts par traitement de données théoriques	Rapports d’impact, mesures de 2 nd ordre

Deuxièmement, à partir de ce lien entre les approches comptables et les pôles de pratiques, nous pouvons compléter notre catégorisation des conventions de qualité établie dans la partie précédente du chapitre (*cf. Tab. 3*). En effet, nous commençons cette partie en notant l’importance que joue la comptabilité d’impact dans la mise en cohérence interne des conventions de qualité. Tout au long de l’analyse de ces comptabilités, nous avons cherché à montrer que leur variabilité n’est pas aléatoire, mais généralement associée aux pôles pratiques identifiés précédemment. On peut donc à présent dresser le tableau suivant des conventions de qualité observées dans le champ, associant pratiques générales, enjeux moraux, et dispositifs techniques (comptabilité d’impact) :

Tableau 6 — Conventions de qualité, tableau complété

Convention de qualité	Buts de l'activité d'investissement (conceptions morales)	Modalités d'investissements	Pôle(s) de pratiques associés ²¹⁴	Comptabilité d'impact
Convention intégratrice	Réaliser un impact social en intégrant les marchés émergents et les populations défavorisées dans le système financier	<i>Private Debt & Equity</i> auprès d' <i>investees</i> hors des pays développés	Pôles « microfinance » et « marchés émergents »	Rapport étroit avec les <i>investees</i> sur le terrain, collecte et analyse de données empiriques, parfois de première main
Convention durable	Assurer le renouvellement des ressources et la protection des écosystèmes	<i>Private Debt & Equity</i> auprès d' <i>investees</i> au sein et à l'extérieur des pays développés	Principalement pôle « environnemental »	Estimation des impacts des <i>investees</i> sur la base de leurs activités
Convention expansive	Valoriser par l'investissement les bonnes pratiques des entreprises, y compris multinationales. Diffuser au maximum les enjeux d'impact, en les introduisant dans les secteurs <i>mainstream</i> de la finance	Toutes classes d'actifs (y compris investissements listés), principalement auprès d' <i>investees</i> dans des pays développés	Pôle « <i>mainstream</i> »	Rapport indirect ou inexistant avec les <i>investees</i> , estimation théorique des impacts sur la base de données de seconde main

IV. Conclusion

Ce chapitre nous a permis d'analyser le lien entre la moralité à l'œuvre dans le champ de l'impact investing genevois et les pratiques qui s'y déroulent. En décomposant les éléments de cette moralité

²¹⁴ On pourra se référer au *Tab. 1* qui rappelle les entreprises rattachées à ces différents pôles.

et des pratiques qui y sont associées, nous mettons finalement en évidence trois principales conventions de qualité qui relient approches morales et pratiques. Ainsi, au-delà du constat de la diversité pratique et morale mise en évidence par cet exercice, nous montrons que cette diversité est maintenue par l'existence de telles conventions, qui possèdent une certaine cohérence interne, en raison de l'articulation étroite qu'elles opèrent entre 1) des pratiques d'investissement, 2) des dispositifs techniques de comptabilité et 3) des conceptions morales. Cette cohérence des conventions n'est pas seule suffisante au maintien de la diversité au sein d'un même champ. Nous montrons en effet que cette diversité est protégée par d'autres principes, que nous regroupons dans ce tableau, version complétée du *Tab. 4* :

Tableau 7 — Principes qui permettent la diversité des conventions et des morales pratiques qu'elles reflètent. Complété après analyse des comptabilités d'impact

Principe	Explication
Cohérence des conventions	Les conceptions morales de la finance n'existent pas seules et sont étroitement coordonnées avec des pratiques qui leur sont spécifiques. <i>Cette mise en cohérence s'appuie aussi sur des dispositifs comptables spécifiques aux différentes conventions. La variété de ces dispositifs est rendue possible par une mise en œuvre globalement permissive de la comptabilité d'impact à l'échelle du champ</i>
Histoire des organisations	Les organisations disposent d'une histoire et d'une identité qui légitiment les conventions utilisées
Fluidité des conventions	Les diverses conventions ne sont pas isolées et sont régulièrement partagées par plusieurs acteurs. <i>Cette fluidité est tout particulièrement visible dans les usages permissifs de la comptabilité d'impact, parfois au sein d'un même gestionnaire d'actif</i>
Endogénéité du champ	La structure endogène du champ autorise les variabilités idiosyncrasiques, et ne prescrit pas d'alignement fort des organisations, qui jouissent alors d'une certaine autonomie morale et pratique
Croyance dans les mécanismes marchands	Les acteurs présentent une croyance forte dans les mécanismes autorégulateurs du marché, ce qui renforce le principe d'autonomie/endogénéité

Alors que le premier chapitre a montré que l'émergence de l'impact investing à Genève fut le fruit d'un développement structurellement endogène créant une certaine diversité des approches dans le champ, et d'un contrôle des frontières relativement faible, ce second chapitre fait la jonction entre l'organisation de ce champ et ses pratiques. Nous y montrons que les mécanismes endogènes du champ excluent tout contrôle externe contraignant sur les pratiques qui s'y déroulent et permettent ainsi la coexistence de pratiques variées, liées à des histoires et des opportunités différentes selon les acteurs. Nous avons catégorisé ces pratiques en quatre « pôles » idéaux-typiques, associés à des moralités propres, elles-mêmes reliées au sein de trois principales conventions de qualité. Nous montrons finalement que cette variabilité des morales pratiques est rendue possible par la permissivité de la mesure d'impact, centrale dans la définition de l'impact investing. En étudiant celle-ci sous l'angle des fonctions de base de la comptabilité, nous avons vu que leur mise en œuvre est très variable en fonction des pôles de pratiques du champ, et donne lieu à une mise en calcul permissive de l'impact, dont les variations suivent celles que l'on observe entre ces pôles, et donc entre les conventions qui s'y rattachent. Le concept d'impact et sa mise en œuvre comptable se trouvent ainsi aisément adaptables aux différents acteurs du champ, sans qu'un contrôle externe ne standardise, ni n'harmonise les pratiques, en raison de la nature structurellement *et* idéologiquement endogène de cet espace marchand.

Mais dans un espace où les moralités sont aussi diffuses, et où l'unité pratique manque, comment comprendre que les acteurs en question continuent de revendiquer la singularité de leur approche, sa moralité, et poursuivent leurs efforts pour réaliser ou *a minima* mettre en avant une supposée mesure de leurs impacts ? Pour comprendre cela, une analyse au seul niveau organisationnel ne saurait être suffisante. Dans le dernier chapitre, nous aborderons ainsi les trajectoires individuelles des acteurs du champ, afin de comprendre leurs motivations, intérêts, et leur effet sur la composition de l'espace social.