

fair.

Financer
Accompagner
Impacter
Rassembler



Investisseurs institutionnels et finance solidaire

État des lieux

Table des matières

Introduction et définition du champ de l'étude	3
Résumé et recommandations	4
Executive summary	5
1^{ère} partie : le constat aujourd'hui	6
1. Le poids des investisseurs institutionnels dans la finance solidaire	7
2. Les possibilités d'investissement pour les II	8
2^{ème} partie : pourquoi un tel sous-investissement ?	9
1. Les spécificités de la finance solidaire	9
2. Le mandat fiduciaire des investisseurs institutionnels	10
3. La prise en compte des externalités positives	10
Encart 1 : les enjeux de l'impact	11
4. La nécessité de la liquidité	11
Encart 2 : la nécessaire diversification des grands intervenants	12
Encart 3 : les freins réglementaires	12
3^{ème} partie : facteurs positifs sur le long terme	13
Encart 4 : la loi PACTE	15
4^{ème} partie : solutions proposées et axes de développement	16
1. Quantifier l'impact social	17
2. Attirer les flux de l'assurance-vie	17
3. Desserrer les freins réglementaires	17
Annexes	18
Liste des entretiens menés	18
Lexique	19

État des lieux réalisé par Florent Bronès, Chargé de mission chez FAIR, avec l'aide de Thibault Couturier, administrateur de FAIR.
Remerciements en particulier à l'Observatoire de la finance à impact social et à toutes les personnes qui nous ont aidés par les entretiens accordés ou leurs relectures.

État des lieux réalisé avec le soutien de



Introduction et définition du champs de l'étude



L'objet de cette étude est de comprendre les relations entre Investisseurs Institutionnels (II) et la finance solidaire en France. La finance solidaire agit pour un développement durable et inclusif, en France et à l'international, en mobilisant des ressources financières engagées prioritairement dans le but d'avoir un impact social et/ou environnemental positif pour la société. La finance solidaire est ici définie de manière restreinte, elle n'est pas aussi large que l'économie sociale et solidaire (ESS) définie par les seuls statuts des entreprises qui la composent (coopératives, mutuelles, associations, ...) et qui pèse autour de 13% de l'emploi salarié dans l'économie française¹. **Notre objet d'étude, l'économie solidaire, est plus petit et son cœur est la forte utilité sociale de ces entreprises** souvent - mais pas toujours - agréées « Entreprise solidaire d'utilité sociale » (ou ESUS) au sens de la loi².

Selon les statistiques de FAIR publiés dans le Zoom 2021 sur la finance solidaire, l'épargne solidaire pèse 20,3 milliards d'euros au 31/12/2020, soit 0,36% de l'épargne totale en France³. Sur ces 20 milliards, majoritairement investis dans des fonds dits « 90/10 », 2,7 sont employés directement par les entreprises solidaires.

Les II sont définis comme : assureurs, banques, caisses de retraite, fondations, institutions de prévoyance, fonds de dotation. Les membres actifs de l'Association Française des Investisseurs Institutionnels (AF2I) gèrent un total de 3000 milliards d'euros fin 2020⁴.

Les capitaux gérés pour compte de tiers n'entrent pas dans le champ de l'étude. En effet, dans le cas des activités de gestion des banques et

assureurs qui concentrent les investissements des particuliers, surtout via l'épargne salariale des fonds 90/10, la décision d'investissement est prise par des investisseurs individuels qui n'ont en aucune façon les mêmes contraintes et attentes que les II. Les banques et les assureurs entrent quant à eux dans le champ de l'étude pour leurs décisions concernant leurs fonds propres.

Un cas particulier concerne une ressource longue et stable provenant des fonds Euros et des provisions techniques de toutes natures des assureurs. Ces capitaux n'appartiennent pas en propre aux différentes assurances et banques, mais ils représentent une ressource stable dans le temps et pourraient donc être assimilés à des quasi-fonds propres, au moins en termes d'objectifs de gestion. Les contraintes réglementaires qui les concernent sont assez spécifiques.

La différence concrète entre l'investissement dans l'économie solidaire et l'investissement à impact social pour les II est faible. Dans un souci de simplification, cette étude ne fera pas non plus de distinction entre les deux⁵.

Une vingtaine d'entretiens (détaillés en annexes) ont été menés auprès d'investisseurs et de gérants d'actifs (Amundi, BNP Paribas, MAIF, Mirova, Ecofi, Blue Orchard, INCO, Phitrust), d'entreprises solidaires (France Active, France Active Investissement, Habitat et Humanisme, Adie) et d'associations professionnelles (Association Française de la Gestion financière - AFG) et la Caisse des Dépôts. Nous remercions tous ces amis et partenaires de la finance solidaire pour le temps qu'ils nous ont consacré.

¹ Selon le Ministère de l'économie, des finances et de la relance, portail de la direction générale des entreprises, l'ESS comprend, en 2020, 165 000 entreprises et emploie 2,4 millions de personnes soit 13% de l'emploi salarié privé.

² La loi définit l'agrément ESUS autour de conditions restrictives de recherche d'utilité sociale, inscrite dans les statuts de l'entreprise. Plusieurs autres conditions sont fixées : nature de l'activité, faible rentabilité, politique de rémunération, capital non coté. Le Ministère de l'économie, des finances et de la relance est tenu de publier régulièrement la liste des entreprises agréées ESUS (environ 1700 entreprises à ce jour).

³ Nous parlons ici d'une part de l'épargne solidaire labellisée Finansol, qui a donc un réel sens solidaire avec un impact social fort, et d'autre part de l'épargne totale accumulée des Français. Nous ne parlons pas ici des flux d'épargne, mais des stocks.

⁴ Voir le site de l'AF2I qui fournit une multitude d'informations : www.af2i.org

⁵ Pour plus de détails sur ces questions, se référer à l'article « L'investissement à impact social : De la démarche RSE à la mesure de l'impact social, une diversité d'approches pour des objectifs distincts » publié par FAIR en octobre 2021.

Résumé et recommandations

1 Le constat :

Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels (II) sont très sous-représentés dans la finance solidaire : ils ne pèsent environ que 25% des investissements totaux. Les 75 % restants des capitaux sont apportés par les investisseurs individuels.

2 Pourquoi un tel sous-investissement ?

Trop souvent, des II considèrent l'investissement dans le solidaire comme une subvention, un investissement à fonds perdus. Cette image négative, de manque de sérieux et de professionnalisme de l'économie/finance solidaire, existe. Ce frein d'image est non négligeable. Par ailleurs, les structures mixtes des entreprises solidaires sont souvent complexes et méconnues par les II.

Plus fondamentalement, l'investissement dans l'économie solidaire ne permet pas aux II de remplir leur mandat car les rentabilités dégagées sont proches de 0 (nettes de frais, les rentabilités sont négatives) : elles sont trop faibles pour des investissements longs et non liquides. Cette question de la responsabilité fiduciaire des II est un point bloquant, au minimum vis-à-vis de l'inflation.

Les externalités positives, au cœur de l'investissement à impact et donc partie prenante de la finance solidaire, pourraient-elles modifier les contraintes du mandat des II ? Il faudrait tout d'abord que ces externalités soient mesurées avec une méthodologie homogène et consensuelle. Une approche volontariste se focaliserait sur quelques segments solidaires les plus faciles à quantifier (foncières solidaires, préventions de maladies, insertion professionnelles, microcrédit).

L'absence de profondeur de la finance solidaire oblige tous les intervenants à garder des liquidités importantes. Or, et c'est un reproche souvent adressé par les II, cela signifie qu'un investissement solidaire n'est pas pur : il est dilué par les différentes couches de liquidités qui se superposent.

3 Il existe plusieurs facteurs positifs pour le long terme qui amèneront les II à se positionner davantage sur le solidaire :

L'effet d'image du solidaire est positif, aussi bien auprès des particuliers que des institutionnels.

La crise sanitaire due au Covid-19 renforce les besoins. Les acteurs de l'économie sociale sont unanimes, le tissu social est fragilisé par la pandémie. L'intervention de l'État limite l'impact social négatif de la pandémie à court terme, mais à plus long terme, la finance solidaire devrait en partie prendre le relai.

La finance solidaire est un des rares moyens de promotion des territoires. Par sa petite taille et sa philosophie, la finance solidaire a souvent un ancrage local.

Dans les entreprises solidaires matures, le risque de défaut est faible. Cet argument du risque faible ne concerne pas les nombreuses entreprises en phase d'amorçage que les fonds solidaires financent de plus en plus et qui sont le devenir de l'économie solidaire.

NOS PROPOSITIONS

- A** Pour développer la quantification de l'impact social, rendre obligatoire la publication d'un rapport d'impact social : cela dégagerait des moyens supplémentaires pour régler les problèmes de méthodologie, développer l'expertise et arriver à une pratique consensuelle.
- B** Attirer les flux de l'assurance-vie avec un marketing spécifique pour incarner l'économie solidaire.
- C** Continuer le plaidoyer pour desserrer des freins réglementaires (se reporter au Livre blanc de FAIR publié dans le cadre des élections présidentielles et législatives de 2022).

Executive summary

1 Assessment of the current situation :

In today's France, institutional investors (II) are strongly under-represented in social finance : they only represent 25% of total investment. The remaining 75% of capital is provided by individual investors.

2 How can this under-investment be explained?

Oftentimes, II regard social investment as subsidies, or "sunk" investment. This negative perception of social finance exists. Furthermore, II lack understanding of social enterprises' often complex, mixed structures.

More fundamentally, investment in social economy doesn't allow II to fulfill their mandate : returns are close to 0, hence too low for long-term, illiquid investments. II's fiduciary responsibility, regarding inflation at least, is a major stumbling block.

Could the positive externalities at the heart of social impact investment influence the constraints placed on II? This would require those externalities to be measured according to a homogenous, consensual methodology. A volunteer approach would focus on the most easily quantified segment of the social economy (social property companies, disease prevention, professional integration, microcredit).

3 Several positive factors can incentivize II to get more involved in social finance in the long term :

The social economy benefits from a positive image, for both individuals and institutions.

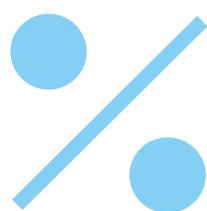
The Covid-19 health crisis has strengthened the need for social action. The pandemic has weakened social structures. State action limits the pandemic's negative social impact in the short term ; in the longer term, social finance should replace it.

Social finance is one of the few tools that promote local territories. Due to its small scale and its philosophy, social finance is often local.

In mature social enterprises, default rates are low. However, more and more enterprises in the seed stage are financed through social funds, and present more risk.

OUR PROPOSALS

- A** Develop social impact quantification ;
- B** Draw in investment from life insurance companies ;
- C** Advocate for a removal of existing regulatory barriers (see FAIR's White Paper)



1^{ère} partie : le constat aujourd'hui

Aujourd'hui, les II investissent peu dans la finance solidaire. D'après les chiffres de 2020 issus du Baromètre de la finance solidaire de FAIR (ex-Finansol) et la Croix, les II représentent environ 25% du total des encours. Notre échantillon prend en compte uniquement des produits labellisés Finansol et n'intègre pas les investissements directs (ou via des fonds de non coté) des II dans l'économie solidaire.



1. Le poids des investisseurs institutionnels dans la finance solidaire

Part destinée aux investisseurs institutionnels sur les produits labellisés Finansol au 31/12/2020

Gérants	Total (en M€)	Produits
AG2R	29,69	Sicav ALM Solidaire
Amundi	35,31	Divers FCP solidarité et Sicav Danone
BNP Paribas	110,22	Estimation de 25% des encours, dont FCP BNP Paribas Obli responsable
Ecofi	131,97	Divers Sicav et FCP dont Schneider Energie et Axa Future generation
Humanis	19,41	FCP MHGA action solidaire
La Financière Responsable	2,15	LFR Action solidaire
Mandarine Gestion	1,82	FCPR Capital solidaire
Mirova	322,21	FCP Insertion Emploi Dynamique
OFI AM	45,94	FCP OFI RS croissance durable et solidaire
TOTAL	698,71	

Source : FAIR

Par ces neuf produits solidaires labellisés Finansol (les seuls à offrir des parts institutionnelles labellisées), 700 millions d'euros sont fournis par les investisseurs institutionnels aux financements solidaires labellisés, soit un montant très faible par rapport aux 3000 milliards que les II gèrent au total en France (selon les chiffres de l'AF2I). D'autres cas particuliers peuvent également s'ajouter à cette somme, notamment :

- Phitrust Partenaires qui accompagne les entrepreneurs sociaux solidaires en France, et en Europe pour Phitrust partenaires Europe. Phitrust se définit comme une société de capital-risque solidaire et gère environ 40 millions d'euros.
- Quelques fonds - dits « fonds à impact social » - qui ne sont pas labellisés Finansol, notamment le fonds Novess (50 millions d'euros), le fonds à impact des mutualistes⁶ (50 millions d'euros) et le FPS interne de la MAIF (30 millions) où sont investis les fonds propres du groupe d'assurance, par opposition aux autres véhicules qui sont labellisés Finansol et qui investissent l'épargne des sociétaires.
- Enfin, il existe d'autres structures de fonds à impact, de petite taille, non labellisées Finansol (gérés, par exemple, par Citizen Capital, Alter Equity, IEP...) qui commercialisent leurs produits de *private equity* aussi bien à des II qu'à des *family offices* ou des particuliers fortunés⁷.

Au total, les II sont très peu représentés, comparés à leur poids dans le financement de l'économie globale ou dans l'épargne totale des Français : 1/4 de 0,36% de l'épargne des Français ! Un milliard, environ, à comparer aux 3 000 milliards gérés.

Les entretiens menés avec des professionnels du secteur confirment leur intérêt pour ces sujets, bien que la concrétisation reste faible. Leurs témoignages font ressortir la reconnaissance de connaissances seulement partielles du sujet de la finance solidaire, mais également un sentiment de trop grande hétérogénéité du fait de son large spectre (logement très social, insertion professionnelle, santé...).

Les quelques investissements décidés par les II dans la finance solidaire sont le fait d'un petit nombre de cas exemplaires, d'acteurs spécifiques par leur histoire (MAIF, CDC, Macif, CNP) et/ou de décisions individuelles de leurs dirigeants particulièrement motivés (Aviva, AG2R la Mondiale...). Les II, comme les particuliers, affichent ainsi des motivations « militantes » à l'origine de leur intérêt pour la finance solidaire. Les critères non financiers sont particulièrement importants pour comprendre ces décisions individuelles.

Avec 200 millions d'investissements dans le non coté dans l'économie solidaire, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) joue un rôle important et particulier dans cet écosystème. Elle a très tôt soutenu les premiers fonds d'investissement (notamment France Active Investissement et Novess) puis a décidé de prendre des participations directes dans nombre de sociétés solidaires.

⁶ Ce fonds à impact social et environnemental a été annoncé par la Mutualité Française en novembre 2020 pour un premier *closing* de 50 millions d'euros avec un objectif à terme de 100 millions. 44 mutuelles participent à ce fonds en cours d'investissement, mais à ce jour, il n'existe pas d'autres informations sur ce fonds, notamment sur les investissements réalisés.

⁷ Le ticket d'entrée dans ces fonds dépasse le million d'euros le plus souvent. Ces produits ne sont pas à destination du grand public et réservés uniquement aux clients professionnels et aux II.

2. Les possibilités d'investissement pour les II

Les possibilités d'investissement dans le solidaire sont de quatre sortes, non exclusives, et qui permettent aux II qui le veulent de réaliser des opérations de taille significative.

- a **L'investissement direct dans un Fonds Professionnel Spécialisé (FPS)** géré par un organisme spécialisé appelé *asset manager* (souvent localisé dans ou proche de l'épargne salariale). L'objectif de rentabilité est secondaire aux objectifs sociaux. La rentabilité visée est proche de 0.
- b **L'investissement dans des fonds de *private equity* spécialisés** dans le solidaire ou dans l'impact social (par exemple Novess, INCO ou encore Citizen Capital). Les contraintes réglementaires sont différentes des FPS et la recherche de rentabilité plus élevée est caractéristique ; ces fonds annoncent viser une rentabilité de l'ordre de 3%. Il faut aussi citer les fonds spécialisés en microcrédit, segment particulier et attractif avec deux axes principaux, l'un dans les pays émergents qui offre des rentabilités positives, l'autre (moins populaire dans les fonds) dans les économies matures où les rentabilités sont nettement plus faibles.
- c **L'investissement par un fonds 90/10.** La rentabilité du placement se fait dans la poche des 90%, qui peut donc être adaptée aux objectifs et à la tolérance au risque de chaque investisseur (obligations, actions, investissements diversifiés...). Il faut ici citer le plus ancien et le plus gros fonds 90/10 ouvert de la place, Mirova Insertion Emploi Dynamique (IED) qui est une situation exceptionnelle avec 40% de ses 932 millions d'€ fin 2020 détenus par des institutionnels. Mirova IED est un fonds Actions Européennes avec une poche de 10% maximum investie en solidaire non coté via un FPS.
- d **L'investissement direct vers des entreprises solidaires** pour des tickets significatifs, bien que la taille de l'économie solidaire limite ce type d'investissement direct. En effet, pour les II, les « grosses » entreprises solidaires restent petites. Dans ce cas, l'investissement est mal pris en compte dans les statistiques citées ci-dessus. Ces investissements directs concernent quelques dizaines de millions d'euros supplémentaires, et ne changent donc l'analyse initiale. Un cas exemplaire et rare de cette stratégie d'investissement est le fonds MAIF Investissement Social et Solidaire qui travaille en co-investissement avec France Active.



A large white circle is centered on the page, containing the text. The background is a blurred image of a laptop keyboard and a document with a line graph.

2^{ème} partie : pourquoi un tel sous- investissement ?

1. Les spécificités de la finance solidaire

Une cause de ce sous-investissement vient de la finance solidaire elle-même ; celle-ci s'est historiquement développée grâce à de l'épargne citoyenne venant de particuliers « militants ». Certains investisseurs individuels et certaines entreprises solidaires sont dès l'origine méfiants vis-à-vis des II. Ils ne sont donc pas particulièrement structurés pour attirer les capitaux des II, et dans le même temps, les efforts qui ont été produits ont été insuffisants pour le faire.

D'après les entretiens menés, des II considèrent l'investissement dans le solidaire comme une subvention, un investissement à fonds perdus. Cette image négative, de manque de sérieux et de professionnalisme de l'économie/finance solidaire existe. C'est un frein d'image non négligeable qui provient aussi du manque de connaissance des II, notamment du fonctionnement des modèles mixtes (jumelage association/entreprise à but lucratif, modèle coopératif/mutualiste, etc.). Les structures des entreprises solidaires sont souvent complexes, ce qui est une des causes de la faiblesse de l'investissement des II.

2. Le mandat fiduciaire des investisseurs institutionnels

Plus fondamentalement, l'investissement dans l'économie solidaire ne permet pas aux II de remplir leur mandat fiduciaire car les rentabilités dégagées sont trop faibles aujourd'hui pour des investissements longs et non liquides. Un II doit remplir son mandat fiduciaire qui consiste à gérer ses engagements dans la durée - souvent longue - et à équilibrer actif et passif en termes réels (en tenant compte de l'inflation). Or, les rentabilités de l'économie solidaire sont le plus souvent proches de 0, et donc négatives après frais. Dans certains cas, la rentabilité ne peut pas être significativement positive, car l'activité solidaire ne s'y prête pas, par exemple dans l'habitat très social. Dans d'autres cas, comme le microcrédit dans les pays émergents, la rentabilité peut être structurellement positive.

Dans l'économie solidaire stricto sensu, la recherche d'impact prime et grève la rentabilité de l'investissement. L'investisseur solidaire doit donc s'ouvrir à d'autres formes d'impact social. Pour citer Frédéric Lavenir, Président de l'Adie : « Dans l'investissement à impact social, les arbitrages stratégiques et opérationnels, s'ils peuvent avoir pour effet de limiter la rentabilité, sont parfaitement compatibles avec un modèle d'affaires traditionnels. Alors que dans l'investissement solidaire, la recherche d'impact implique un modèle d'affaires mixte où la dimension don (ou subvention) vient compléter la dimension rentabilité économique. »

Depuis plusieurs décennies, l'inflation est basse en Europe, et cette question est souvent négligée par le grand public et par les entreprises solidaires. Or, la prise en compte de cette menace inflationniste dans ses investissements fait partie intrinsèque du mandat d'un II. **Cette question de la responsabilité fiduciaire des II est donc un point bloquant, au minimum vis-à-vis de l'inflation.**

NB : dans la finance solidaire, et chez FAIR en particulier, une stratégie d'investissement dans le solidaire de quelques pourcentages, « pour voir », « pour agir », est défendue. En revanche, c'est la prise en compte de la responsabilité fiduciaire qui rend impossible une telle stratégie d'allocation de quelques pourcentages au solidaire par les II : non seulement la rentabilité ne serait pas en ligne avec les objectifs en termes réels, mais, en plus, l'II devrait créer une équipe spécialisée génératrice de coûts supplémentaires difficilement justifiables dans un contexte de rentabilités financières basses à cause du niveau des taux d'intérêt.

3. La prise en compte des externalités positives

Les externalités positives, au cœur de l'investissement à impact, et donc partie prenante de la finance solidaire, pourraient-elles modifier les contraintes du mandat des II ? En d'autres termes, **peut-on imaginer que les II estiment remplir leur mandat fiduciaire grâce à des critères non financiers tels que des externalités positives environnementales ou sociales ?** Si ce n'est pas encore le cas aujourd'hui, la question ouvre des possibilités intéressantes pour les II, qui impliqueraient que ces mandats soient changés ou adaptés.

À cet effet, il est essentiel que les externalités soient mesurées avec une méthodologie homogène, reconnue et consensuelle. Un tel consensus permettrait de donner une valeur aux externalités positives, de les quantifier de manière régulière et reconnue. Ce préalable à une éventuelle monétisation ultérieure en cas de développement d'un marché, tel qu'on l'observe avec les mesures de l'impact environnemental et le développement du marché du carbone, est un sujet récent (une dizaine d'années) et prendra du temps pour gagner en maturité et émerger.

En citant Frédéric Lavenir, Président de l'ADIE : « Pour avancer plus rapidement sur ce sujet de mesure de l'impact, on pourrait commencer par les domaines les plus faciles à quantifier : en faisant preuve d'un certain volontarisme, un consensus pourrait être trouvé sur certains segments solidaires, tels les foncières solidaires, la prévention des maladies, l'insertion par l'emploi, le microcrédit ».

L'enjeu est important pour les II. C'est un des points centraux du développement de l'investissement à impact social, qui permettrait de donner une vision différente de la finance solidaire aux II. En adaptant leur mandat avec une rentabilité financière proche de 0 mais avec un impact mesuré explicitement, peut-être que les II accepteraient le défi de la finance solidaire⁸.

⁸ La question est identique pour l'impact environnemental, même si celui-ci est plus avancé en termes de mesure grâce à un consensus plus fort lié aux décisions de régulation prise par les autorités il y a quelques années. Par ailleurs, on assiste à un développement significatif du marché des *green bonds*, obligations vertes, qui permetts aux II d'y participer.

● Les enjeux de l'impact

Il existe encore de nombreux challenges avant d'arriver à une évaluation d'impact des organisations qui puisse être mis au même niveau que l'évaluation comptable ou financière. Citons-en deux :

- La capacité à proposer des benchmarks aux investisseurs et ainsi à flécher les financements de façon efficiente au regard des objectifs d'impact préalablement fixés, comme ceux des Objectifs de Développement Durable (ODD) onusiens ;
- La capacité à monétiser les impacts, de telle façon que le processus de monétarisation lui-même ne contribue pas à classer les natures d'impact entre eux (priorisation des impacts plus facilement quantifiables, notamment économiques, sur ceux qui sont plus qualitatifs).

Mais n'oublions jamais qu'avant de se confronter aux problématiques méthodologiques de l'évaluation d'impact, les opérateurs doivent s'assurer de mettre tout en œuvre en interne pour générer de l'impact, et les investisseurs de placer leurs ressources vers des acteurs équipés pour générer de l'impact. Cela demande de se concentrer davantage sur l'amélioration des opérations et processus, activités plus habituelles pour toute organisation. On passe alors d'une logique de preuve à une logique d'amélioration continue, respectivement dites de « gestion de la performance sociale » ou de « gestion de l'impact » selon si les données utilisées concernent les processus et pratiques internes ou bien les bénéficiaires des organisations. Ces activités associées, souvent plus proches du marketing et de l'expérience client, sont concrètes et sous la responsabilité des opérateurs. Elles peuvent être évaluées pendant les *due diligences*⁹ sociales des investisseurs à impact social.

Jon Sallé, Responsable de l'Observatoire de la finance à impact social de FAIR

4. La nécessité de liquidité

La question de la liquidité peut également aider à expliquer le peu d'investissements des II dans le solidaire : les II ont besoin que leurs investissements soient liquides et liquidables plus ou moins rapidement. Lorsque le marché est « profond »¹⁰, cette question est simple, y compris dans le non coté, car des opérateurs peuvent rapidement donner la liquidité, même si cela a un coût. C'est le cas, par exemple, du *private equity* classique grâce à la taille importante de ces gérants. Dans le cas de la finance solidaire, d'après les interlocuteurs, le marché n'existe pas car aucun opérateur n'a une taille suffisante pour assurer une certaine liquidité en cas de difficultés. Les II demandent donc des mesures spéciales pour que celle-ci soit possible. Le plus souvent, cela se traduit par des mentions spéciales dans les contrats au moment de la mise en place de l'investissement. Concrètement, les FPS sont dans l'obligation de garder un montant élevé de liquidité (souvent 30%).

Les fonds 90/10 de l'épargne salariale, qui représentent une part importante des capitaux apportés à l'économie solidaire, sont dans l'obligation légale de surveiller leur niveau d'investissement solidaire, et donc de garder des liquidités importantes, coussin amortisseur en cas de secousses de marché. Cette soupape leur permet de ne pas dépasser les 10% de solidaire non coté à la hausse en cas de baisse des marchés financiers, ou de réinvestir en cas de baisse de ce ratio d'investissement trop proche des 5% (limite basse réglementaire). L'Autorité des marchés financiers (AMF) demande en effet aux gérants de revenir « dans les meilleurs délais » à l'intérieur de la fourchette 5 à 10%. Une clarification de l'AMF pourrait donc alléger quelque peu cette contrainte.

Les entreprises qui reçoivent les capitaux sont souvent confrontées à la même obligation de garder des liquidités, que les fonds proviennent des II ou des particuliers, et à mettre en place des mécanismes spécifiques pour donner une certaine liquidité à leurs investisseurs (professionnels comme particuliers). **L'absence de profondeur de la finance solidaire oblige tous les acteurs à garder des liquidités importantes.**

Une telle dilution implique qu'un investissement solidaire n'est pas pur dans le sens où il est dilué par les différentes couches de liquidités qui se superposent dans le fonds 90/10, puis dans le FPS, puis dans les entreprises recevant des capitaux. Or, en règle générale, les II préfèrent les investissements purs, non dilués.

⁹ *Due diligence* : ensemble de vérifications qu'opère un investisseur avant de réaliser une transaction.

¹⁰ La notion de « profondeur de marché » s'applique en premier lieu sur les marchés financiers, et leur capacité à absorber un ordre de taille importante, tant à l'achat qu'à la vente. Ici, nous parlons de la capacité à liquider un investissement réalisé dans le non coté, à le rendre liquide. Un exemple immobilier est parlant : on pourra vendre un appartement parisien quelle que soient les conditions de marché en acceptant une baisse de prix si le marché est mal orienté. Dans une petite ville où le marché n'est pas profond, on aura beau baisser son prix, si le marché est mauvais, on n'arrivera pas à vendre.

● La nécessaire diversification des grands intervenants

La taille des investissements n'est pas un problème sans solution dans l'univers de l'épargne solidaire, car elle mène à une diversification vers des actifs « périphériques ». Deux exemples le montrent : le contrat Euro MAIF Assurance Vie Responsable et Solidaire (plus de 2 milliards d'encours) et le FCP de Mirova Insertion Emploi Dynamique (plus de 1 milliard d'encours à ce jour). Ces deux investisseurs historiques de l'épargne solidaire ont une part significative dans des FPS, cœur de leurs investissements solidaires.

Par ailleurs, ils ont été amenés à se diversifier dans 3 directions :

- a dans des fonds dits à impact social tels Citizen Capital, Investisseurs et Partenaires (I&P) ou Phitrust Partenaires (fonds agréé ESUS) pour n'en citer que quelques uns, qui ont une base plus large que l'investissement solidaire. Ces fonds visent aussi l'économie circulaire par exemple, sont moins contraints que les FPS par les agréments ESUS et cherchent à obtenir des rentabilités plus élevées tout en ayant un impact social significatif et mesurable.
- b dans des obligations sociales émises avec des objectifs sociaux explicites¹¹ par des administrations (par exemple par l'UNEDIC), par des départements/régions (l'Île-de-France) ou des entreprises (la première obligation sociale d'une entreprise fut émise par Danone en 2018). Ces obligations sont particulièrement appréciées des investisseurs qui ne veulent/peuvent pas investir que uniquement dans des fonds propres des entreprises. Le succès des obligations vertes fait des émules dans le solidaire/l'impact social.
- c dans des fonds de microcrédit, un segment de marché qui existe depuis longtemps, qui a un historique de performances et qui dispose d'une liquidité significative. Ces fonds sont localisés en Suisse, au Luxembourg ou en Belgique, mais « investissables » dans des parts destinées aux investisseurs professionnels de droit français.

Par cette diversification sur trois canaux, ces deux fonds ont gardé leur label solidaire Finansol. Comme l'explique Isabelle Guénard-Malaussène, présidente du comité du label Finansol, « Le comité du label calcule des taux « consolidés » de solidarité des fonds, ce qui peut se révéler complexe ; nous sortons du strict cadre réglementaire des seuls agréments ESUS. Nous évaluons la nature solidaire des différentes lignes – et par conséquent le taux de solidarité du produit financier – selon que les entreprises et les projets répondent aux besoins de base des populations en situation de difficulté économique, sociale ou personnelle ou dans des zones qui ne sont pas ou mal couvertes, que l'investissement se fasse en fonds propres ou en obligations ».

● Les freins réglementaires¹²

Certains Il arrivent à investir dans le solidaire grâce à leur forte motivation citoyenne. Mais la plupart mettent en avant des freins réglementaires adoptés historiquement au nom de la protection des épargnants :

- 1 L'investissement solidaire est non coté, donc peu liquide et jugé risqué. La réglementation du non coté, qu'il soit solidaire ou non, est la même et demande aux Il de mettre beaucoup de fonds propres en face de ces investissements non cotés. Les réglementations bilancielle et prudentielle des banques, des assurances et des caisses de retraite sont différentes et complexes. En revanche, elles ont toutes en commun de demander de geler des fonds propres importants face aux investissements non cotés, ce qui est fort coûteux. On pourrait imaginer que, sous réserve bien sûr de strictes limitations quantitatives en proportion de l'actif géré, les exigences prudentielles soient forfaitairement et fortement allégées pour les investissements solidaires (mesurés en transparence avec une méthodologie reconnue).
- 2 L'article R. 332-2 du code des assurances recense les placements financiers autorisés pour les mutuelles, les compagnies d'assurance, les caisses de retraite de la fonction publique, les fondations reconnues d'utilité publique et les fonds de dotation. Dans sa rédaction actuelle, il ne permet pas d'investir dans tous les titres d'entreprises solidaires et de l'ESS, notamment dans les titres participatifs et fondatifs.
- 3 Dans le non coté classique (non solidaire), il existe un système de garantie de certains fonds propres (ou du capital) qui est populaire auprès des fonds européens. Or, ce système est très peu utilisé dans la finance solidaire, probablement pour des questions de complexité du système, et de taille des équipes.

¹¹ Nous ne parlons pas ici des contrats à impact social, qui ne sont pas des obligations classiques. Nous mentionnons ici les obligations émises par des entités classiques, administrations, territoires ou entreprises.

¹² Pour plus de détails sur ces freins réglementaires et sur les propositions de FAIR, se reporter au « Livre Blanc de FAIR »



3^{ème} partie : facteurs positifs sur le long terme

Plusieurs facteurs de long terme amènent les II à regarder avec intérêt les finances à impact social et solidaire, malgré les points négatifs mentionnés ci-dessus et qui expliquent leurs faibles investissements à ce jour. Les interviewés en sont convaincus, la finance solidaire va se développer à long terme.



1) L'effet d'image est positif

Rendre la finance utile et donner un sens à son épargne sont des messages positifs qui participent à la prise de conscience généralisée de l'importance d'une transition écologique et solidaire. Si une majorité des investisseurs particuliers est sensible à cet argument, les II le sont également. Les critères non financiers ont gagné en importance dans les décisions d'investissement depuis une quinzaine d'années. Cette thèse centrale de l'investissement à impact est de plus en plus partagée : un investissement se décide traditionnellement en fonction de la rentabilité attendue à long terme (dimension 1), puis en tenant compte du risque porté (dimension 2). La rentabilité ajustée du risque est complétée maintenant par l'impact environnemental et social (dimension 3).

2) La crise sanitaire actuelle renforce les besoins

Les acteurs interviewés sont unanimes : le tissu social est fragilisé par la pandémie liée au Covid-19. L'intervention de l'état limite l'impact social négatif à court terme, mais à plus long terme, l'économie solidaire devrait prendre en partie le relais lorsque l'intervention de l'État se réduira.

3) La finance solidaire est un des rares moyens de promouvoir les territoires

Par sa taille et sa philosophie, la finance solidaire a souvent un ancrage local qui permet une intervention et des décisions d'investissements granulaires. Les outils de politique territoriale n'étant pas si nombreux, l'État est et restera sensible à cet argument.

4) Dans l'économie solidaire, le risque de défaut est faible

Un tissu d'entreprises matures, de tailles moyennes (grosses pour l'économie sociale, petites pour l'économie dans son ensemble) s'est constitué ces dernières décennies. D'après les données de l'Observatoire de la finance à impact social de FAIR, le niveau des défauts financiers semble proche de 0. Ces entreprises ne travaillent pas pour la rentabilité car leur objectif est social. Elles ne prennent donc pas de risque et leur situation financière est très saine. Cette absence de défaut est un argument positif pour les II, même s'il est statistiquement difficile à démontrer, car l'échantillon de référence n'est pas assez large.

Cet argument du risque faible ne concerne pas les nombreuses entreprises en phase d'amorçage, financées de plus en plus par les fonds solidaires. La proportion de jeunes entreprises augmente, ce qui est commun à plusieurs fonds rencontrés et central dans la stratégie de France Active, par exemple. Or comme la ressource solidaire croît vite, le futur de la finance solidaire dépend de sa capacité à développer aujourd'hui les gros bénéficiaires de demain, et ce même si cette phase d'amorçage présente toujours un risque plus important qu'à maturité.

5) Depuis le 1er janvier 2022, du fait de la loi PACTE, les assureurs sont dans l'obligation de proposer dans leurs contrats d'assurance-vie des unités de compte (UC) dans trois domaines : l'environnement, le responsable et le solidaire

Des flux conséquents vont se diriger vers ces nouvelles UC, et compte tenu de sa taille actuelle, l'impact sur l'économie solidaire pourrait être significatif.

● La loi PACTE

La loi du 22 mai 2019 relative à la croissance et la transformation des entreprises, dite loi PACTE, est une loi présentée par le gouvernement d'Édouard Philippe, destinée à faire grandir les entreprises françaises et repenser la place des entreprises dans la société.

Deux dispositions de cette loi concernent la finance solidaire :

- La première conforte la place de l'épargne salariale solidaire, et surtout son dynamisme. En effet, l'épargne salariale solidaire connaît une croissance rapide ces dernières années.
- La seconde a trait aux contrats d'assurance-vie : la loi PACTE a introduit l'obligation de présenter au moins une unité de compte socialement responsable, solidaire ou verte, dans les produits d'assurance-vie. Depuis le 1^{er} janvier 2022, les assureurs ont l'obligation de présenter ces trois unités de comptes, une condition d'ores et déjà respectée par la moitié des assureurs d'après la Fédération française de l'assurance. Les encours d'unités de compte responsables, vertes et solidaires ont augmenté de 22% à la fin 2020, après une hausse de 28% l'année précédente, pour arriver aujourd'hui à un total de 33,4 Mds €. Ce chiffre est encourageant, mais toujours faible par rapport aux ordres de grandeur de l'assurance-vie dont les encours totaux au 30 septembre 2021 étaient de 1847 Mds €.

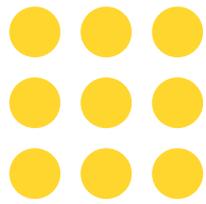
Qu'est-ce qu'une UC solidaire ? Une UC solidaire comprend entre 5 et 10% de titres émis par des Entreprises Solidaires d'Utilité Sociale (ESUS) ou par des fonds spécifiques dédiés à l'investissement solidaire détenant une part importante de titres ESUS.

Une entreprise agréée ESUS doit remplir des conditions strictes en termes d'activité (insertion professionnelle, habitat social, éducation, rénovation des territoires, lutte contre l'exclusion...), de rentabilité, de rémunération des salariés. Ses titres sont non cotés. La liste des entreprises agréées ESUS est tenue par le Ministère de l'économie, des finances et de la relance.

Dans la pratique, les UC solidaires seront essentiellement des fonds 90/10 tels qu'ils existent déjà, notamment dans l'épargne salariale où ils sont très populaires et connaissent un fort développement. 90% de l'actif de ces fonds sont investis classiquement selon un couple rendement/risque choisi par l'investisseur : ces 90% donnent la rentabilité de l'investissement. Les autres 10 % sont dédiés au solidaire, rapportent peu mais offrent un impact social certain. Ils donnent du sens à l'épargne.

L'investissement solidaire non coté rapporte peu, certes, mais il incarne une vision que nombre d'investisseurs individuels et institutionnels partagent. Il est possible que la profondeur de la finance solidaire change grâce à ce flux nouveau venant de l'assurance-vie et à l'arrivée à maturité d'une nouvelle génération d'entreprises solidaires (en amorçage depuis quelques temps et qui connaissent aujourd'hui des croissances rapides). **Ces flux nouveaux vers les UC de l'assurance-vie proviendront de l'épargne des particuliers, pas des II ; mais ils sont porteurs de potentialités pour les II car plusieurs points bloquants vus précédemment, notamment la liquidité et le manque de profondeur, pourraient être amoindris.**





4^{ème} partie : solutions proposées et axes de développement



1. Quantifier l'impact social

C'est devenu un lieu commun et les rapports sur le sujet mentionnent cette nécessité de quantifier l'impact social. Les méthodologies de quantification de l'impact social existent mais aucun consensus n'émerge car la matière est hétérogène. Cela s'explique notamment par le manque de moyens et d'expertise dans les entreprises pour mesurer l'impact social.

PROPOSITION :

Un rapport d'impact social doit être rendu obligatoire aussi bien pour les investisseurs que pour les entreprises financées. L'expérience montre d'ailleurs que ce n'est qu'après qu'une telle mesure ait été appliquée que l'impact a commencé à être mieux mesuré dans le domaine de l'environnemental.

2. Attirer les flux de l'assurance-vie

Attirer les flux de l'assurance-vie pour donner de la profondeur à l'économie et à la finance solidaire, car les flux seront importants. En revanche, le solidaire sera en concurrence avec l'environnement et le responsable.

PROPOSITION :

La finance solidaire doit organiser un marketing spécifique et pédagogique en direction des assureurs et des investisseurs, notamment en montrant les valeurs positives de l'économie solidaire. Quelques vidéos avec des acteurs solidaires seront parlantes et incarneront ces critères non financiers tant importants.

3. Desserrer les freins réglementaires

L'investissement dans le non coté est possible pour certains II qui le font pour des tailles importantes. Les freins réglementaires existent - même s'il ne faut pas exagérer leur poids - et pourraient être desserrés sur plusieurs aspects : dans le code des assurances, la liste des titres éligibles est restrictive pour les entreprises solidaires, notamment en ce qui concerne les titres associatifs. De plus, pour les II, les titres associatifs et participatifs coûtent cher en termes de fonds propres. Enfin, un système de garantie de fonds propres/de capital, pourtant populaire auprès des autorités européennes et qui existe pour le *private equity*, n'est pas usuel dans l'économie solidaire. On pourrait imaginer que sous réserve bien sûr de strictes limitations quantitatives en proportion de l'actif géré, les exigences prudentielles en fonds propres soient forfaitairement et fortement allégées pour les investissements solidaires (mesurés en transparence avec une méthodologie consensuelle reconnue). **FAIR propose de faire évoluer la réglementation afin d'autoriser et d'encourager les investisseurs institutionnels à investir dans les entreprises d'utilité sociale**¹³.

La sortie de crise sanitaire fournit une occasion propice pour avancer sur ces sujets, bloqués depuis plusieurs années par les directions compétentes du ministère chargé des affaires sociales qui continuent à privilégier le coté et à exclure le non coté des placements des institutions de prévoyance ou de retraite. Cette position nuit gravement à l'ESS et lui nuira encore plus en sortie de crise sanitaire.

¹³ Voir plus de détails dans « le livre blanc de FAIR »

Annexes

Liste des entretiens menés

Thibault Couturier, administrateur de FAIR, et moi-même, tenons à remercier chaleureusement toutes les personnes qui ont eu la gentillesse de nous consacrer du temps pour réaliser ces entretiens entre mars et septembre 2021.

Jean-Marc Altwegg	France Active Investissement	Président
Adrien de Crombrughe	Banque des Territoires - Groupe Caisse des Dépôts	Responsable du Service Impact Santé Médico-Social - Direction des investissements
Loïc Dano	MAIF	Responsable Produits, Marketing, Épargne et Patrimoine
Laure Delahousse	AFG	Directrice Générale Adjointe
Denis Dementhon	France Active	Directeur Général
Philippe Dutertre	AG2R la Mondiale	Directeur Assurance
Alix Faure	AFG	Directrice Investissement responsable
Philippe Forgues	Habitat et Humanisme	Administrateur Délégué
Emmanuel Gautier	Mirova	Gérant Senior - Gestion Solidaire
Isabelle Guénard-Malaussène	Finance@Impact	Présidente du comité du label Finansol
Olivier de Guerre	Phitrust	Président
Frédéric Lavenir	Adie	Président
Laurence Laplane-Rigal	Amundi	Directeur Impact Investing
Jean-Michel Lecuyer	INCO	Directeur Général
Fabien Leonhardt	Mirova	Senior Fund Manager, Head of Social Impact Investing
Marie-Geneviève Loys-Carreiras	BNP Paribas AM	Responsable Investissements Solidaires
Marie-Pierre Peillon	Groupama AM	Directrice Recherche et Stratégie ESG
Antoine de Salins	I Care &Consult	Directeur Associé
Patrick Savadoux	ERAFP	Membre du Comité OPC
Lucas Szymkowiak	Blue Orchard	Business Development Analyst
Pierre Valentin	Ecofi	Président du Directoire

Lexique

Acronyme	Nom	Description
ESG	Critères sociaux, environnementaux et de gouvernance	/
ESUS	Entreprise solidaire d'utilité sociale	Agrément public tel que défini par la loi ESS de 2014
FCP	Fonds Commun de Placement	Forme d'OPC destinée aux épargnants et investisseurs via une banque ou une mutuelle
FCPE	Fonds Commun de Placement d'Entreprise	Forme d'OPC destinée aux salariés via un dispositif d'épargne salariale
FCPR	Fonds Commun de Placement à Risque	Forme d'OPC regroupant l'ensemble des investissements solidaires d'une même société de gestion. Les FCPR solidaires ne sont pas entièrement composés de titres solidaires : une part, plus ou moins importante selon les OPC est investie en titres monétaires pour assurer la liquidité du fonds
FIP	Fonds d'Investissement de Proximité	Forme d'OPC destinée aux épargnants et investisseurs via une banque ou une mutuelle
FPS	Fonds Professionnel Spécialisé	Forme de FCPR permettant plus de souplesse que le FCPR dans la gestion des actifs solidaires, avec la possibilité d'arbitrer à son gré, et sans ratio minimum, entre fonds propres et outils de dette.
ISR	Investissement Socialement Responsable	Selon le Label ISR, l'investissement Socialement Responsable vise à concilier performance économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises qui contribuent au développement durable dans tous les secteurs d'activité.
LFSS	Loi de Financement de la Sécurité sociale pour 2019	Loi n°2018-1203
LME	Loi de Modernisation de l'Economie	Loi n°2008-776
Loi PACTE	Loi Plan d'Action pour la Croissance et la Transformation des Entreprises	Loi n°2019-486
OPC	Organismes de Placement Collectif	Véhicules financiers qui peuvent prendre plusieurs formes : FCPE, FCP, SICAV, FIP. Ils sont conçus et gérés par les sociétés de gestion d'actifs. Les fonds « 90/10 » sont des OPC solidaires.
PEE	Plan Épargne Entreprise	Dispositif d'épargne salariale
PEI	Plan Épargne Inter-entreprises	Dispositif d'épargne salariale
PER	Plan d'Épargne Retraite	Dispositif d'épargne salariale
PERCO	Plan d'Épargne Retraite Collectif	Dispositif d'épargne salariale
PERCOI	Plan d'Épargne Retraite Collectif Inter-entreprises	Dispositif d'épargne salariale
PEA	Plan d'Épargne en Actions	Dispositif d'épargne disponible pour les OPC investis au moins à 75% en titres éligibles
PPESV	Plan Partenarial d'Épargne Salariale Volontaire	Dispositif d'épargne salariale créé en 2001 par la loi Fabius, remplacé en 2003 par la loi Fillon par les PERCO/PERCOI
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable	Forme d'OPC destinée aux épargnants et investisseurs via une banque ou une mutuelle
TCAM	Taux de Croissance Annuel Moyen	/
UC	Unité de Compte	Supports d'investissement d'assurance-vie qui permettent d'acquérir des classes d'actifs différents : actions, obligations, produits monétaires, etc.

fair.

Financer
Accompagner
Impacter
Rassembler

finance-fair.org

 /FAIR.label.finansol

 @Label_Finansol

 /company/fair-label-finansol

34 bis rue Vignon, 75009 PARIS

Association loi 1901 à but non lucratif
n°SIRET : 820 923 423 00025