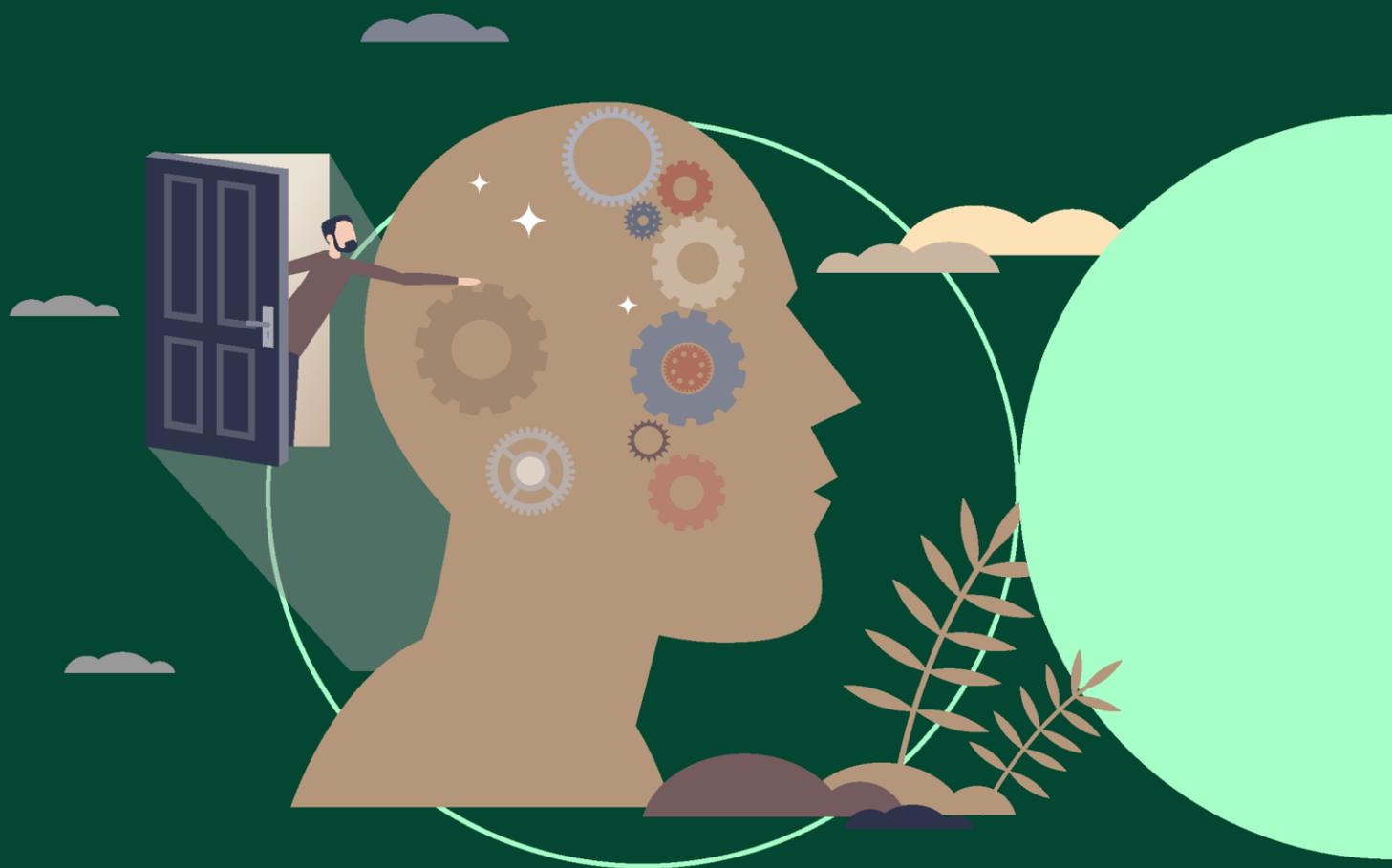


Etude sur les fonds "purs solidaires"



Les fonds « purs solidaires »

Etat des lieux

Table des matières

| | |
|--|----|
| Résumé de l'étude | 2 |
| Introduction | 3 |
| Données et méthodologie..... | 4 |
| Cadre légal | 7 |
| I- De quoi est composé un FPS solidaire ?..... | 9 |
| II- Besoins des entreprises et financement..... | 12 |
| Le cas des billets à ordre | 12 |
| III- Pourquoi investir dans un FPS solidaire ?..... | 15 |
| a- La liquidité du fonds..... | 15 |
| b- La sélection des entreprises | 17 |
| c- La politique actionnariale particulière | 19 |
| d- Le faible risque..... | 20 |
| e- La stratégie de création d'impact..... | 22 |
| L'exemple du rapport d'impact d'Amundi | 22 |
| L'exemple du rapport d'impact de Mirova | 23 |
| IV- Quelles évolutions du cadre légal ?..... | 24 |
| Conclusion générale de l'étude..... | 27 |
| Références | 29 |
| Annexe : périmètre de la finance à impact social..... | 30 |
| Figure 1 : Fonctionnement des FPS solidaires | 5 |
| Figure 2 : Encours et stock de financement des FPS labellisés Finansol en 2020 | 6 |
| Figure 3 : Composition des FPS solidaires par classe d'actif en 2020 | 10 |
| Figure 4 : Composition du stock de financement des fonds en 2020 | 11 |
| Figure 5 : Les domaines d'utilité sociale des FPS solidaires en 2020 | 11 |
| Figure 6 : Part des BAO dans l'investissement des fonds en 2020 | 13 |
| Figure 7 : Répartition des BAO par échéance en 2020 | 14 |
| Figure 8 : Part des fonds monétaires et trésorerie dans les FPS en 2020..... | 17 |

Résumé de l'étude

Cette étude dresse un panorama des fonds professionnels spécialisés solidaires, aussi appelés « fonds purs solidaires » ou FPS solidaires. Ils sont utilisés dans la finance solidaire comme des fonds concentrant l'investissement dans les entreprises de l'ESS, c'est-à-dire qu'ils sont composés d'actifs divers, comme des parts de capital ou des titres de dette, d'entreprises appartenant à l'ESS et plus spécifiquement ayant l'agrément ESUS. Les FPS solidaires sont souvent utilisés par les fonds dits « 90-10 », leur permettant d'être solidaire à leur tour. En effet, ces derniers achètent des parts de FPS solidaires afin de respecter les 5 à 10% d'actif solidaire du fonds. Ces fonds « 90-10 » sont de plus en plus demandés en France, notamment grâce à l'incitation légale mise en place par l'Etat au début des années 2000.

Le premier constat de cette étude est l'hétérogénéité de ces fonds. Ils sont dissemblables sur les encours, les performances, les compositions... Mais nous avons pu constater que ces FPS solidaires revêtent tous 5 avantages : une liquidité relative assurant aux clients (les fonds « 90-10 ») le retour rapide des fonds en cas de désinvestissement, la sélection des entreprises appartenant aux domaines de l'ESS sur des critères financiers et extra-financiers, l'engagement actionnarial œuvrant à la réalisation de la « mission » de l'entreprise, un risque financier faible, et la concentration des investissements dans les fonds permettant un meilleur reporting d'impacts et l'établissement d'une stratégie plus conséquente. En clair, ces avantages exposent la plus-value qu'apportent ces fonds à la finance solidaire.

This study provides an overview of specialised professional solidary funds, also known as "pure solidary funds" or solidary SPFs. They are used in solidarity-based finance as funds concentrating investment in SSE enterprises. They are composed of various assets, such as capital shares or debt securities, of companies belonging to the SSE and more specifically having the "ESUS" approval. Solidarity-based SPFs are often used by "90-10" funds, allowing them to be solidarity-based in their turn. Indeed, the latter buy shares in solidary SPFs in order to respect the 5 to 10% of solidarity assets of the fund. These "90-10" funds are increasingly in demand in France, notably thanks to the legal incentive introduced by the State in the early 2000s.

The first finding of this study is the heterogeneity of these funds, they are dissimilar in terms of assets under management, performance, composition... But we have been able to observe that these solidarity-based SPFs all have five advantages: a relative liquidity ensuring clients (the "90-10" funds) the return of their investment quickly, the selection of companies belonging to the SSE fields on financial and extra-financial criteria, the shareholder commitment working towards the realisation of the company's "mission", a low financial risk, and the concentration of investments in the funds allowing for better impact reporting and the establishment of a more consistent strategy. To put it plainly, these advantages show the added value that these funds bring to solidarity-based finance.

Introduction

Certaines entreprises ont comme objectif de combiner une activité et une soutenabilité économique, couplée à un modèle d'impact, c'est-à-dire la création d'impacts / d'effets positifs sur la société et/ou sur l'environnement. **Ces entreprises, qui combinent activité économique et impact socio-environnemental**, existent depuis longtemps en France. On les regroupe dans ce que l'on appelle l'Economie Sociale et Solidaire (ESS), et sont appelées « entreprises sociales ». Cette notion désigne « *un ensemble d'entreprises organisées sous forme de coopératives, mutuelles, associations, ou fondations, dont le fonctionnement interne et les activités sont fondés sur un principe de solidarité et d'utilité sociale* » (définition du ministère de l'Economie, des Finances et de la Relance). Ces entreprises adoptent un modèle de gouvernance particulier, en concordance avec leur mission, ce qui en fait une particularité de l'ESS. Elles peuvent aussi s'appliquer des critères plus rigoureux et devenir des entreprises ESUS (Entreprises Solidaires d'Utilité Sociale). Cet agrément, délivré par l'Etat, leur permet notamment d'accéder aux financements issus de la finance solidaire.

L'investissement et le financement de ces entreprises ayant une vocation socio-environnementale porte le nom de finance à impact¹ – dont Busch et *al.* (2020) ont donné la définition suivante « *investissements qui visent à de réels changements du monde en résolvant des défis sociaux et/ou en atténuant la dégradation écologique* » (Busch et *al.*, 2020, p.1)². Ce type d'investissement se popularise au milieu des années 2000, faisant émerger des outils d'évaluation d'impact et des tentatives de standardisation. En France, la finance à impact coexiste aujourd'hui avec un mouvement plus historique, la « finance solidaire », qui apparaît, elle, dans les années 1980. Amelie Artis, chercheuse, maître de conférences à l'Université de Grenoble et auteure d'une thèse sur le sujet donne de la finance solidaire une définition : « *la finance solidaire est un ensemble d'institutions financières qui collectent de l'épargne privée et publique, reçoivent des dons, allouent des prêts et investissent sous forme d'apports en capital. Elles financent des activités économiques spécifiques (environnement, éducation, action sociale, insertion par l'économie) ou à destination de publics (femmes, chômeurs, créateurs d'activité) afin de compenser la sélectivité du crédit bancaire professionnel* » (Artis, 2011, p. 8). En d'autres termes, **la finance solidaire est un mécanisme qui relie les épargnants à des structures financières utilisant l'épargne pour financer, prêter et accompagner des entreprises à forte utilité socio-environnementale.**

Dans le cas présent, nous ne nous intéresserons ni aux dons ni aux prêts bancaires mais bien à l'épargne confiée aux institutions financières (sociétés de gestion d'actifs), qui la redirigent vers des entreprises solidaires et à impact social. Ces institutions financières, via des fonds non cotés, s'occupent de la sélection des entreprises, du reporting financier et extra-financier, et peuvent extraire un gain monétaire de ces investissements. En retour, les entreprises financées profitent d'une relation particulière avec la société de gestion

¹ Il est préférable de parler de « finance à impact » en français, et non de traduire par « investissement à impact » l'expression anglo-saxonne *impact investment* (voir Gendron C. et Bourque G., 2003).

² Le GIIN, institution de référence, donne une version proche : « Investissement fait avec l'intention de générer un impact social et environnemental positif et mesurable avec un rendement financier. » (GIIN, 2020b).

d'actifs, partagent sa gouvernance et peuvent même recevoir une assistance technique sur certains projets. **L'enjeu de cette étude est de décrire le fonctionnement d'un type de fonds non cotés, les FPS solidaires, dont certains sont parmi les principaux véhicules financiers investissant et finançant les entreprises solidaires et à impact en France.**

Nous commencerons par une présentation générale des FPS et l'explicitation de leur cadre légal. Puis, nous détaillerons leur composition et leurs outils de financement, en particulier celui des billets à ordre. Pour démontrer le bien-fondé de l'utilisation des FPS solidaires, nous identifierons leurs avantages : la liquidité qu'ils offrent, la sélection particulière des entreprises et la diversification quelle celle-ci permet, leurs performances et leur risque faible, leur politique actionnariale caractéristique et enfin leur stratégie d'impact.

Données et méthodologie

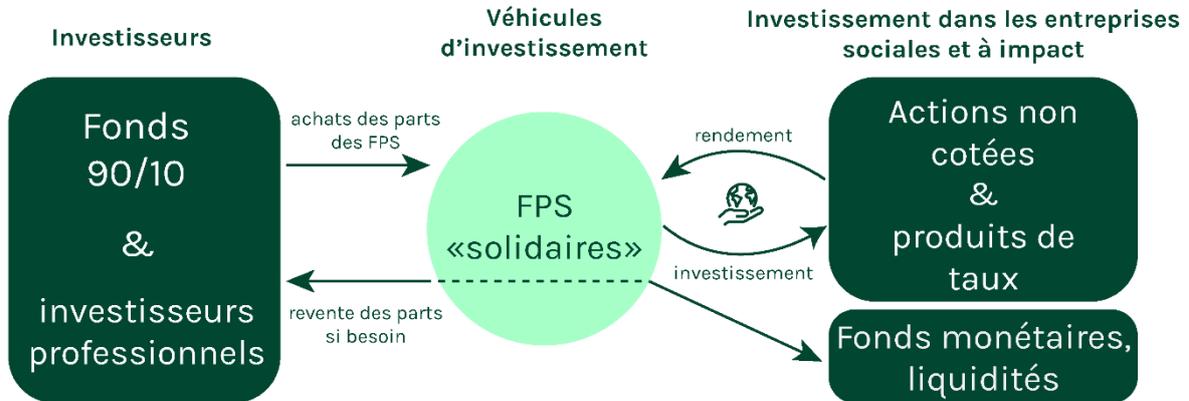
Ceci est la première étude publiée sur ce type de produit, et la première sur le cas précis des « FPS solidaires ». Ces « fonds professionnels spécialisés » sont des véhicules d'investissement répandus en France pouvant être constitués d'à peu près toutes les classes d'actifs financiers et même d'actifs non financiers (brevets, droits sur des œuvres d'art...). Dans l'environnement français de la finance solidaire et de la finance à impact, nous constatons que la plupart des grands acteurs disposent de ce type de véhicule, et les utilisent pour investir directement dans les entreprises à fort impact socio-environnemental. Dans ce cas, ils sont appelés « fonds purs solidaires » étant composés d'une part substantielle d'actif dits « solidaires ».

Les FPS de la finance solidaire sont constitués de titres d'entreprises de l'ESS - des produits de taux (obligations, titres participatifs, billets à ordre) ou des parts du capital - et de parts de fonds monétaire. Les FPS sont couplés avec ce que l'on appelle des fonds « 90-10 ». Ces fonds sont composés de deux poches :

- Une poche cotée, qui représente 90% de l'encours, composée de titres d'entreprises traditionnelles. Cette poche peut être gérée selon une approche Investissement Socialement Responsable (ISR),
- Une poche non cotée, qui représente les 10% restant, constituée de titres émis par des entreprises solidaires.

Concernant la partie non cotée, il y a deux manières de la constituer : soit via un investissement direct en achetant des actions (par exemple, des actions France Active ou Habitat et Humanisme), soit en investissant dans un fonds, qui est lui-même solidaire, le FPS solidaire. Le FPS solidaire remplace ainsi l'achat habituel de quelques titres solidaires par un investissement plus diversifié, et nous le verrons, plus liquide.

Figure 1 : Fonctionnement des FPS solidaires



Les FPS solidaires de cette étude sont labellisés Finansol. Le label Finansol est un label attribué à 179 produits bancaires ou financiers (au 31/12/2021). Il est délivré par un comité indépendant et récompense le caractère solidaire des produits. La labellisation implique un contrôle annuel dans lequel il est demandé aux entités gestionnaires de produits labellisés (banques, entreprises, gestionnaires d'actifs...) de fournir toutes les données permettant d'évaluer le caractère solidaire des produits. La labellisation implique également une collecte de données, permettant la conception d'études spécialisées, dont celle-ci. Ainsi toutes les données de cette étude sont issues de la collecte de données de 2021 et concernent l'année 2020 (au 31/12/2020).

Le comité du label Finansol labellise 6 FPS solidaires : le FPS Finance et Solidarité d'Amundi, le FPS BNP Paribas Social Business Impact France de BNP Paribas, le FPS Ecofi Contrat Solidaire et le FPS Axa Future Génération d'Ecofi, le FPS Mirova Solidaire de Mirova et le FPS MAIF Impact Solidaire. **Ces 6 FPS solidaires représentaient, en 2020, l'intégralité des FPS solidaires en France.**

Le FPS MAIF Impact Solidaire étant composé quasi exclusivement de parts du fonds Mirova Solidaire, il n'apparaît pas sur les figures et n'est pas compté dans l'encours global, ceci afin d'éviter un double comptage. Notre étude porte donc sur 5 FPS solidaires.

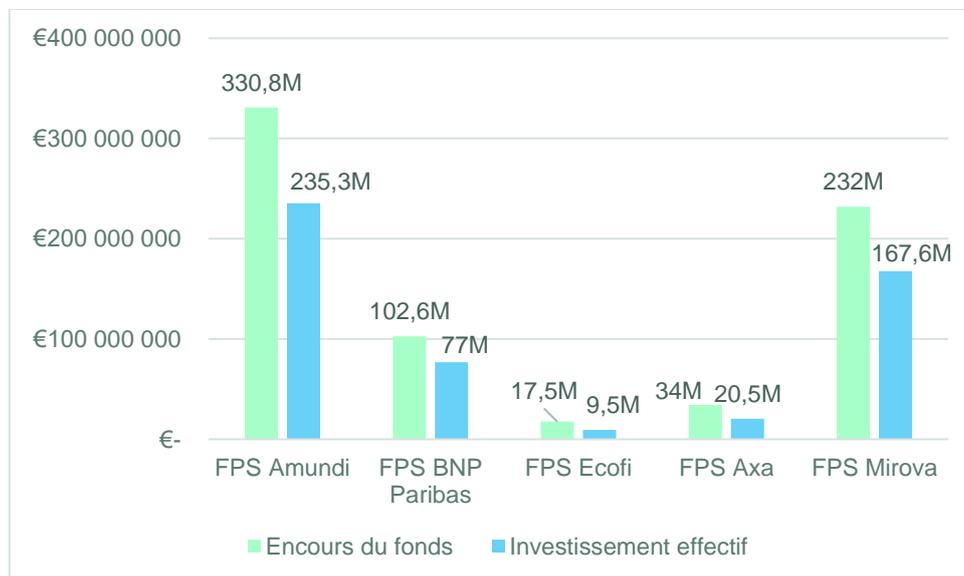
Dans le cadre de cette étude nous avons pu nous entretenir avec les gérants de ces fonds et managers d'institutions financières. Ces entretiens ont été menés de façon semi-directive. Le nombre d'entretiens étant limité, nous n'avons pas mené d'analyse qualitative à proprement parler, mais nous utilisons quelques passages pour mettre en lumière certains mécanismes, caractéristiques ou faits marquants de l'investissement solidaire. Voici les personnes interrogées :

- Guillaume de Vauxmoret, Responsable analyse investissement impact social chez Ecofi et chargé des FPS Ecofi Contrat Solidaire et Axa Future Génération ;

- Corinne Martin, Gestionnaire de fonds chez OFI Asset Management et responsable des fonds solidaires (90-10) d'OFI AM, en particulier du FCP OFI RS Croissance Durable et Solidaire ;
- Mathieu Azzouz, Gestionnaire de portefeuille – investissement à impact, s'occupant du FPS solidaire d'Amundi : le FPS Finance et Solidarité ;
- Jean-Michel Lecuyer, Directeur Général d'INCO Ventures, interrogé sur le FCPR Sycomore Impact Emploi by INCO ;
- Fabien Leonhardt, Responsable de l'investissement à impact social, interrogé sur le fonds 90-10 de Mirova : le FCP Insertion Emplois Dynamique ;
- Emmanuel Gautier, Responsable de la gestion solidaire chez Mirova, interrogé sur le FPS solidaire de Mirova : le FPS Mirova Solidaire.
- Marie-Geneviève Loys-Carreiras, Responsable des investissements solidaires chez BNP Paribas Asset Management.

Parmi ces fonds d'investissement, nous constatons que les encours des fonds, ainsi que les montants investis, sont disparates (figures 2). Les encours vont de 17 millions d'euros, pour le FPS d'Ecofi, à plus de 330 millions, pour le FPS d'Amundi. Les montants investis reflètent logiquement cette disparité, avec plus de 9 millions pour le FPS d'Ecofi et plus de 235 millions pour Amundi.

Figure 2 : Encours et stock de financement des FPS labellisés Finansol en 2020



Source : FAIR

Nous constatons que dans ce total d'environ 717 millions d'euros d'encours, 510 millions d'euros sont effectivement investis (soit 71%), sous diverses formes, dans des entreprises à forte utilité sociale. Les près de 207 millions d'euros restant sont stockés afin que l'argent soit disponible rapidement.

Tableau 1 : Croissance des encours des FPS solidaires entre 2019 et 2020

| | |
|---|--------------------|
| FPS Amundi Finance et Solidarité | 29% |
| FPS BNP Paribas Social Business Impact France | 35% |
| FPS Ecofi Contrat Solidaire | 0,36% ³ |
| FPS Axa Future Génération | 1,7% |
| FPS Mirova Solidaire | 11,3% |

Source : FAIR

Cadre légal

Dans cette partie, nous parlerons du cadre légal entourant les FPS dits solidaires, ainsi que de l'agrément ESUS.

Les fonds professionnels spécialisés apparaissent en 2011 avec la directive AIFM : ce sont des fonds d'investissement alternatifs (FIA⁴), ouverts uniquement aux investisseurs professionnels (article L. 533-16 du Code monétaire et financier). Ils remplacent les anciens OPCVM contractuels et les FCPR contractuels. Les fonds professionnels spécialisés sont régis par les articles L214-154 à L214-158 du code monétaire et financier ainsi que par les articles 423-16 à 423-36-4 du règlement général de l'AMF et par l'instruction 2012-06 de l'AMF.

Les investisseurs qui peuvent investir dans les FPS doivent répondre aux caractéristiques citées dans l'article 423-27 du règlement général de l'AMF, et doivent investir un montant minimum de 100 000 €.

Légalement, la notion de FPS dit « solidaire » n'existe pas. Ils sont qualifiés ainsi car ils se différencient des autres en investissant uniquement en actifs solidaires.

Cependant, bien que cette notion n'existe pas légalement parlant, les FPS solidaires rentrent dans le cadre de l'agrément ESUS. En effet, les organismes de financement dont l'actif est composé d'au moins 35% de titres émis par des entreprises de l'économie sociale et solidaire (définies par l'article 1 de la loi du 31 juillet 2014 relative à l'ESS), et dont au moins cinq septièmes de ces 35% sont des titres émis par des entreprises solidaires d'utilité sociale (définies par l'article 11 de la même loi), sont affiliés ESUS.

Les FPS solidaires dépendent également de cadres légaux bien plus larges, ceux régulant l'épargne salariale solidaire et les assurances vie.

En effet, les lois sur l'épargne salariale ont favorisé l'émergence des fonds solidaires.

³ En 2020 la gestion d'Ecofi a privilégié les investissements solidaires en direct dans les OPC solidaires (croissance des encours +30%), ce qui explique la croissance différente des deux FPS gérés par Ecofi : le FPS Ecofi Contrat Solidaire et le FPS Axa Future Génération.

⁴ Les FIA sont des organismes de placement collectif n'entrant pas dans la définition des OPCVM classiques. Le terme OPCVM ne s'applique plus que pour les fonds conforme à la directive AIFM, les autres rentrent dans la catégorie « FIA ». Les FIA sont régis par la transposition de la directive 2011/61/UE sur les gestionnaires de fonds d'investissement alternatifs (dite directive GFIA) dans le droit français. La directive « GFIA » ou « AIFM » est une directive applicable aux gestionnaires de fonds de capital investissement, aux fonds spéculatifs, et à d'autres types de fonds.

La loi Fabius de 2001 sur l'épargne salariale donne lieu à la création de l'agrément « entreprise solidaire », ancêtre de l'agrément ESUS, et encourage l'investissement solidaire dans l'épargne salariale⁵. Puis, la loi Fillon de 2003 oblige les entreprises à présenter un fonds solidaire dans les Plan d'Epargne pour la Retraite Collectif (PERCO). Enfin la loi de modernisation de l'économie (LME) de 2008 généralise cette pratique aux plans d'épargne entreprise (PEE), aux plans d'épargne inter-entreprises (PEI) et aux plans d'épargne groupe (PEG). Ce faisant, les fonds « 90-10 » se sont multipliés, tout comme les investissements dans les entreprises solidaires. Vers le milieu des années 2010, les institutions financières ont créé des fonds pour répondre à la hausse de la demande d'épargne solidaire, centraliser l'investissement et le diversifier : les FPS solidaires.

Les FPS solidaires sont également affectés par le cadre légal entourant l'assurance vie. Depuis le 1^{er} janvier 2022, la loi PACTE oblige les compagnies d'assurance vie à proposer au moins une Unité de Compte (UC) solidaire dans leurs contrats d'assurance vie. Les UC sont des supports d'investissement comme les fonds : ils permettent d'investir l'épargne sur des supports variés en fonction du profil de l'assuré. Par exemple, l'assurance vie solidaire MAIF « Assurance vie Responsable et Solidaire » propose l'UC solidaire « Insertion Emplois Dynamique », qui est un fonds « 90-10 » de Mirova investissant dans le FPS Mirova Solidaire. Les FPS solidaires permettent ainsi, dans certains cas, de rendre solidaires les UC des contrats d'assurance. La loi PACTE devrait, en théorie, favoriser le développement des fonds « 90-10 », et donc des FPS solidaires liés à ces derniers.

En clair, le cadre légal de l'épargne salariale solidaire et celui de l'assurance vie stimule la croissance de la finance solidaire et pousse à l'utilisation d'outils pour améliorer l'offre de produits solidaires. Le développement du cadre légal et l'amélioration de l'offre ont comme effet de faciliter la demande des particuliers.

⁵ Notamment dans les Plan Partenarial d'Epargne Salariale Volontaire (PPESV), ancien nom du Plan d'Epargne retraite Collectif (PERCO) avec la loi Fillon de 2003.

Qu'est-ce que l'agrément ESUS ?

L'agrément « Entreprise solidaire d'utilité sociale » (ESUS) est un agrément défini dans l'article 11 de la loi n°2014-856 du 31 juillet 2014 relative à l'économie sociale et solidaire. Il peut être délivré à des entreprises sous certaines conditions, d'autres entreprises en bénéficient de plein droit.

Les 5 conditions :

- L'entreprise poursuit comme objectif principal la recherche d'une utilité sociale, définie à l'article 2 de la même loi ;
- La charge induite par son objectif d'utilité sociale a un impact significatif sur le compte de résultat ou la rentabilité financière de l'entreprise ;
- La politique de rémunération de l'entreprise satisfait aux deux conditions suivantes :
 - o a) La moyenne des sommes versées, y compris les primes, aux cinq salariés ou dirigeants les mieux rémunérés n'excède pas, au titre de l'année pour un emploi à temps complet, un plafond fixé à sept fois la rémunération annuelle perçue par un salarié à temps complet sur la base de la durée légale du travail et du salaire minimum de croissance, ou du salaire minimum de branche si ce dernier est supérieur ;
 - o b) Les sommes versées, y compris les primes, au salarié ou dirigeant le mieux rémunéré n'excèdent pas, au titre de l'année pour un emploi à temps complet, un plafond fixé à dix fois la rémunération annuelle mentionnée au a)
- Les titres de capital de l'entreprise, lorsqu'ils existent, ne sont pas admis aux négociations sur un marché d'instruments financiers, français ou étranger, dont le fonctionnement est assuré par une entreprise de marché ou un prestataire de services d'investissement ou tout autre organisme similaire étranger ;
- Les conditions mentionnées aux 1° et 3° figurent dans les statuts.

Selon la Direction générale du Trésor, il existe, fin 2019, un peu plus de 1700 entreprises agréées ESUS en France.

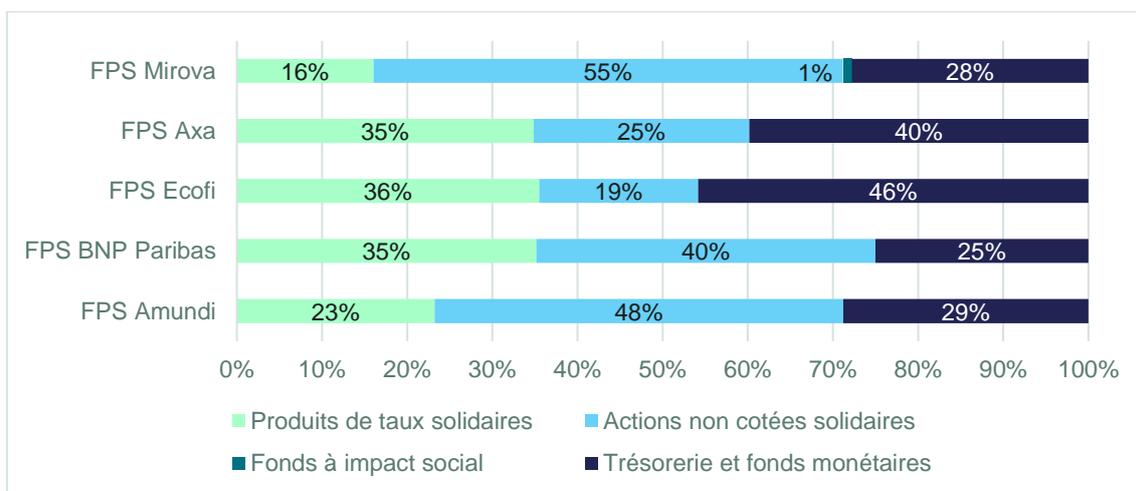
I- De quoi est composé un FPS solidaire ?

La comparaison de ces véhicules d'investissement est complexe, chaque fonds ayant ses propres méthodes de sélection des entreprises, son réseau... Les montants investis, ainsi que l'univers d'investissement, varient d'un fonds à l'autre. Mais la figure n°3 peut nous donner une idée de leur composition.

La part des produits de taux dans la composition des fonds va de 16% pour le FPS Mirova Solidaire, à près de 36% pour le FPS Ecofi Contrat Solidaire. Nous considérons comme produit de taux, les obligations, les billets à ordre et les titres participatifs. Les produits de taux dans les FPS solidaires représentent environ 153 millions d'euros en 2020, dont près de 141 millions d'euros sous forme de billets à ordre.

Les actions non cotées solidaires sont les parts de capital des entreprises solidaires. Les fonds en possèdent des quantités variables : 19% pour le fonds d'Ecofi, 55% pour le fonds de Mirova. En tout, cela représente près de 336 millions d'euros d'encours dans les 5 fonds. Les FPS solidaires peuvent également acheter des parts d'autres fonds solidaires/à impact. C'est le cas du FPS de Mirova qui est composé à 1% d'autres fonds. Cela peut servir à diversifier son actif, mais aussi à investir dans des entreprises à impact qui ont des domaines d'activités ou des localisations géographiques hors du champ d'expertise du fonds. La dernière partie du fonds est composé de ce qui reste, c'est-à-dire les dettes et les créances du fonds, mais surtout les parts de fonds monétaire. Les fonds monétaires sont des fonds investissant dans des actifs de court terme d'entreprises ou d'Etats. Ces actifs offrent un fort degré de liquidité mais des rendements faibles. Quand le FPS a besoin de liquidité, il vend en priorité les parts de ses fonds monétaires. Cette diversification des classes d'actifs sert également à réduire les risques des fonds : les fonds monétaires sont considérés comme peu risqués, alors que les investissements en actions intègrent des risques plus conséquents (voir partie II). **Chaque fonds diversifie les classes d'actifs de façon à concilier le risque, la rentabilité, la création d'utilité sociale et les besoins des entreprises.**

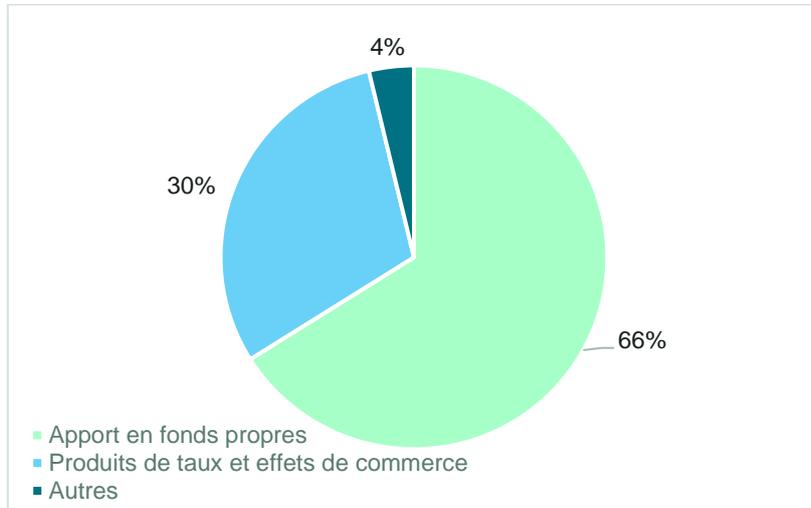
Figure 3 : Composition des FPS solidaires par classe d'actif en 2020



Source : FAIR

La figure n°4 nous montre la décomposition des 510 millions d'euros de financement. 30% sont investis en produit de taux et effets de commerce (obligations et billets à ordre, titres participatifs et associatifs), soit environ 154 millions d'euros. L'apport en fonds propres représente quant à lui 66% des montants investis, soit environ 336 millions d'euros. La catégorie « autres » regroupe les actifs ne rentrant pas dans les deux catégories précédentes.

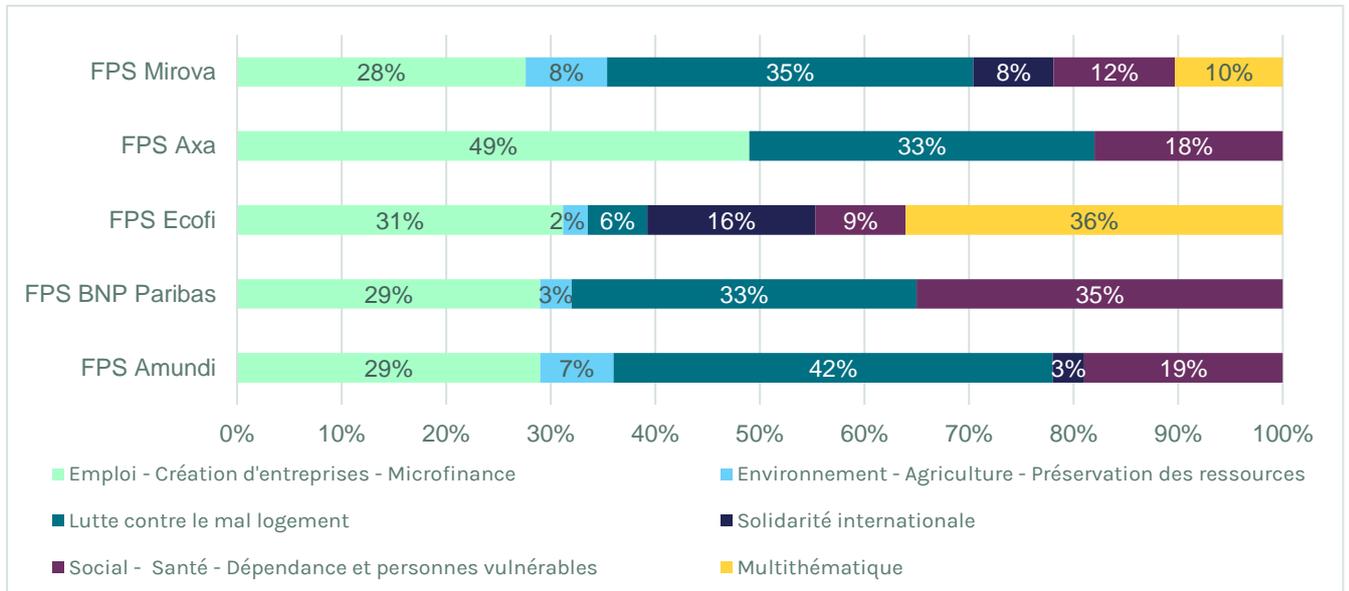
Figure 4 : Composition du stock de financement des fonds en 2020



Source : FAIR

Il est possible de décomposer les investissements des fonds en fonction des domaines d'activités financés (cf. figure n°5), indistinctement du type d'actif. **Trois grandes thématiques se dégagent dans les FPS : le soutien à l'emploi, à la création d'entreprise et la microfinance ; la lutte contre le mal logement et l'accès à la propriété à travers les foncières et l'aide aux personnes vulnérables ; la promotion d'entreprises de la santé et de l'aide sociale.**

Figure 5 : Les domaines d'utilité sociale des FPS solidaires en 2020



Source : FAIR et sites Internet des gérants

II- Besoins des entreprises et financement

Dans la finance solidaire, les entreprises sont considérées comme des « *agents rationnés par l'offre bancaire* » (Artis, 2011, p.8), c'est-à-dire que les entreprises sociales n'ont pas les financements bancaires qu'elles voudraient, ce qui limite leur développement. **La finance solidaire vient combler ce manque en apportant du capital de départ, une participation au capital ou une flexibilité financière** (soutien de la trésorerie, apport en compte courant d'associés...). Cela permet le développement de l'entreprise, qui n'aurait pas eu lieu sans le financement solidaire. C'est ce que montre la figure n°4 : les FPS solidaires sont composés à 30% de produits de taux (obligations, titres participatifs) et des effets de commerce, des produits semblables à des prêts. Ces effets de commerce sont des billets à ordre, que nous avons choisis d'analyser. Ils fonctionnent comme des prêts à intérêts, mais ne nécessitent ni garantie ni « covenants »⁶ et le remboursement se fait *in fine* contrairement aux prêts généralement amortissables : ils sont donc plus adaptés aux entreprises non commerciales, jeunes ou fragiles.

Le cas des billets à ordre

Les billets à ordre (BAO) sont des instruments populaires dans la finance solidaire car particulièrement appréciés par les entreprises sociales. Ces produits permettent aux entreprises de couvrir leurs besoins en fonds de roulement (BFR)⁷ et sont émis par les entreprises pour des maturités allant de quelques mois à plusieurs années. Pour un BAO, il n'est pas nécessaire de prouver à son créancier l'existence de provisions ou de garanties, et, à ce titre, les BAO ne sont pas considérés comme des instruments financiers classiques mais comme des effets de commerce⁸. Ils ne sont pas « fléchés » vers un projet ou une dépense convenue à l'avance.

Pour donner plus de détails sur ces billets à ordre, ils ont une échéance et un taux fixés à l'avance et sont négociés entre créanciers et débiteurs. Un peu comme une obligation classique, le débiteur rembourse avec intérêt le principal. Une fois arrivée à échéance, la créance est souvent reconduite. Ce type d'outil est une solution alternative à celle d'un prêt ou d'un financement classique⁹ et répond à des problématiques souvent présentes dans les entreprises de l'ESS : le besoin en fonds de roulement et la difficulté de souscrire à des prêts, par manque de garantie.

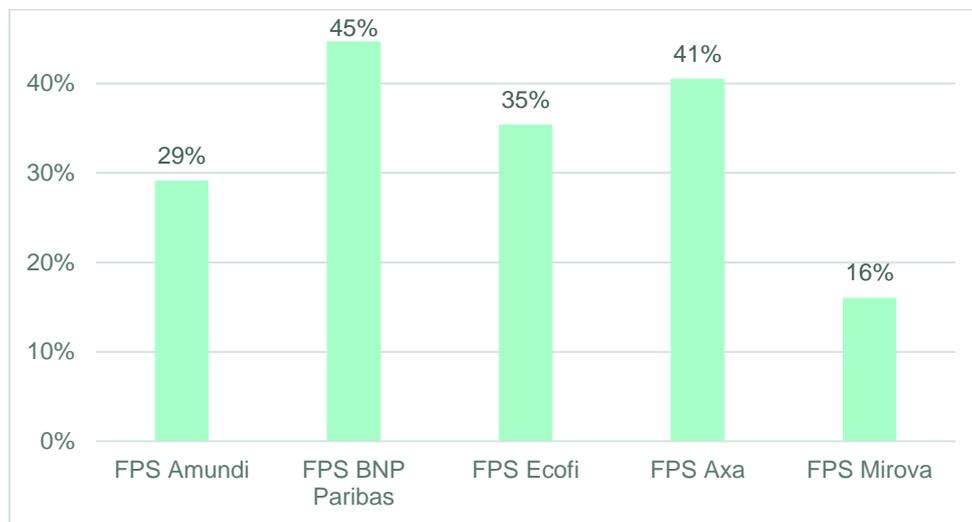
⁶ Les « covenants » sont des clauses auxquelles s'engage l'emprunteur lors d'un contrat de prêt. Ces covenants peuvent être des ratios financiers à respecter, la mise à dispositions des états financiers de l'entreprise ou des modalités garantissant le remboursement au prêteur.

⁷ Le besoin en fonds de roulement sont les ressources financières qu'une entreprise doit mobiliser pour couvrir les décalages existants de flux de trésorerie. En clair, il peut exister des décalages temporels entre encaissement (rentrée de revenus) et décaissement (sortie de revenus).

⁸ L'effet de commerce désigne un moyen de paiement. C'est un document qui permet à une entreprise d'être payée. Il mentionne également sous quel délai le paiement doit être effectué.

⁹ Sur ce sujet, il est intéressant de consulter les témoignages éclairants dans l'étude *Les acteurs du financement solidaire et leur réponse aux besoins de financement des associations et entreprises à forte utilité sociale* publiée en 2017 par FAIR (à l'époque Finansol), pages 57, 59 et 68.

Figure 6 : Part des BAO dans l'investissement des fonds en 2020



Source : FAIR

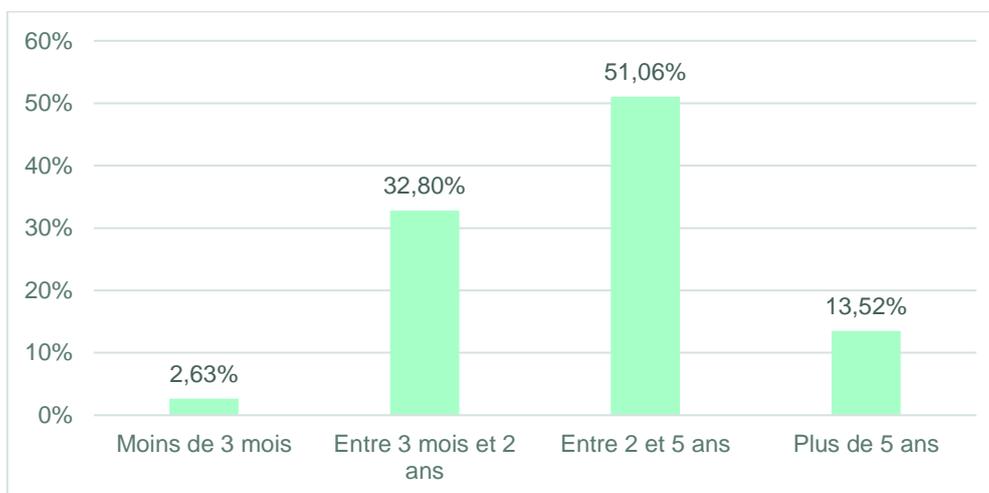
Les BAO, puisqu'ils sont des instruments très utilisés par les entreprises du secteur et qu'ils sont essentiels à certaines entreprises, sont très présents dans l'investissement des FPS solidaires. Ces financeurs s'adaptent souvent à l'entreprise émettrice, selon Guillaume de Vauxmoret, responsable analyse investissement impact social chez Ecofi : « [...] *les FPS solidaires ont chacun leurs taux, il peut y avoir des négociations. Cela dépend parfois de la santé comptable, il doit y avoir une logique entre durée et taux. Plus le taux est faible, plus la durée est courte. Les taux peuvent être légèrement plus haut pour les entreprises risquées et un peu plus bas pour les entreprises moins risquées, mais les taux restent dans une tranche basse* ».

Les BAO fournissent une légère rentabilité au fonds, du fait du taux d'intérêt et des remboursements de l'entreprise. Ils sont évalués comme des obligations classiques, et sont décotés si la santé de l'entreprise se détériore. « *Pour la dette, on évalue l'actif au nominal plus le coupon couru (méthode traditionnelle). Les créances peuvent être réévaluées selon la situation financière de l'entreprise. Si la situation est détériorée, alors il est appliqué une décote (4 paliers : 25%, 50%, 75% ou 100%). Si on décote des dettes, alors la valeur liquidative¹⁰ du fonds va baisser* » ajoute Guillaume de Vauxmoret, à propos de l'évaluation des BAO.

Les BAO ont pour réputation d'avoir des échéances courtes puisqu'ils sont voués à pallier le manque de trésorerie résultant d'un décalage entre rentrées et sorties de revenus. Pourtant, comme le montre la figure n°7 et le tableau n°2, les BAO dans la finance solidaire sont en majorité compris entre 2 et 5 ans. **Cela peut traduire une forte confiance des investisseurs envers les entreprises dans leur capacité à rembourser ou une forte demande en fonds de roulement des entreprises.**

¹⁰ Valeur liquidative : valeur de la part d'un fonds, calculée en divisant la valeur du fonds par le nombre de part.

Figure 7: Répartition des BAO par échéance en 2020



Source : FAIR

Lecture : Les BAO ayant une échéance comprise entre 2 et 5 ans représentent 51,06% du total des encours des BAO

Le tableau n°2 nous montre qu'en 2020, les véhicules souscrivant le plus grand montant de BAO auprès des entreprises sont de loin les FPS, avec une moyenne de montants plus élevée.

Tableau 2 : Données sur les BAO souscrits par les fonds labellisés Finansol en 2020

| Support d'investissement | Montant investi en 2020 (tous outils confondus) | Montant BAO souscrit en 2020 | Montant moyen du BAO | Montant minimal du BAO | Montant maximal du BAO | Nombre de BAO souscrits en 2020 | Durée minimale | Durée maximale | Durée moyenne |
|--------------------------|---|------------------------------|----------------------|------------------------|------------------------|---------------------------------|----------------|----------------|---------------|
| FPS solidaires | 95 889 850 € | 36 715 474 € | 667 554 € | 28 000 € | 4 000 000 € | 55 | 1 mois | 96 mois | 28,2 mois |
| FCP/SICAV solidaires | 13 253 920 € | 5 264 400 € | 202 476 € | 37 500 € | 2 700 000 € | 26 | 3 mois | 84 mois | 41,8 mois |
| FCPE solidaires | 5 090 700 € | 5 001 300 € | 250 065 € | 20 000 € | 1 750 000 € | 20 | 2,5 mois | 84 mois | 25 mois |

Source : FAIR

Les FPS solidaires ont investi près de 95 millions d'euros dans les entreprises sociales en 2020 (la part des BAO représente 38% de cet investissement environ). Les FPS ont été ainsi les premiers pourvoyeurs d'outils de dettes pour les entreprises sociales devant les FCP/SICAV et devant les fonds d'épargne salariale. Les montants moyens sont également beaucoup plus élevés chez les FPS, traduisant une plus grande capacité de financement. Les durées minimales des BAO sont plus faibles et les durées maximales sont plus élevées chez les FPS : cela peut traduire des financements qui s'adaptent mieux aux besoins des entreprises (besoins de financement sur très courtes ou sur très longues durées).

Les montants des BAO sont également très variables selon les financeurs : les moyennes et médianes des tickets de financement varient d'un facteur de quasiment 1 à 10 d'un fonds à

l'autre. Cela est peut-être dû à la taille et à la santé financière des entreprises recevant le financement, les besoins différents des entreprises et bien sûr la capacité du fonds.

Tableau 3 : Disparités dans les montants des BAO accordés

| | Moyenne des financements | Médiane des financements |
|-----------|--------------------------|--------------------------|
| FPS « A » | 925 000€ | 500 000€ |
| FPS « B » | 140 000€ | 100 000€ |
| FPS « C » | 78 000€ | 75 000€ |

Source : FAIR

En somme, nous constatons que **les investisseurs, à travers les FPS solidaires, s'adaptent aux besoins de financement des entreprises de l'ESS**, d'abord en achetant des billets à ordre (les BAO représentent entre 16% et 45% de l'investissement des FPS), ce qui peut paraître risqué pour d'autres investisseurs (manque de garantie, risque de défaut...), puis en adaptant les montants, les échéances et les taux en fonction des besoins.

III- Pourquoi investir dans un FPS solidaire ?

Les FPS solidaires ont plusieurs avantages. D'une part, nous allons voir que ces fonds permettent à leurs clients de récupérer leur capital plus facilement, ils sont donc plus « liquides ». D'autre part, l'existence d'une équipe dédiée permet une sélection diversifiée d'entreprises sur des critères stricts (la bonne santé économique, l'agrément ESUS et la création de données d'impacts). Enfin, les FPS permettent un engagement actionnarial plus fort et une gestion des risques.

a- La liquidité du fonds

Le terme « liquidité » renvoie à deux choses différentes. D'abord, ce terme peut désigner le fait de pouvoir acheter ou vendre un actif relativement rapidement. Par exemple, une action cotée sur un marché, qui est vendue et achetée de nombreuses fois dans la journée est considérée comme « liquide ». A l'inverse, une entreprise qui achète un bâtiment ou un brevet ne pourra pas revendre facilement ses actifs, on dit qu'ils sont « illiquides ». C'est le cas pour une entreprise qui n'est pas cotée : ses actions ou sa dette ne s'échangent pas sur un marché, leurs ventes ou rachat ne sont pas faciles, on dit qu'elles sont illiquides. Par extension, ce terme « liquidité » peut également désigner des sommes d'argent immédiatement disponibles pour faire face à des dépenses, des dettes.

Comme nous l'avons vu plus haut, les FPS solidaires sont composés d'action non cotées, ainsi que de produits de taux (en majorité des BAO). Ces actifs ne sont pas échangés sur un marché coté, l'échange se fait de gré à gré, il est alors convenu que ces actifs ne sont pas « liquides », car l'offre et la demande ne semblent pas se rencontrer aussi facilement et rapidement que sur un marché coté. Nous allons développer trois arguments expliquant que l'investissement dans un FPS solidaire est un investissement relativement « liquide ».

Premièrement, à propos de la liquidité particulière des fonds, Guillaume de Vauxmoret précise que « *le FPS est investi en titres de créances (BAO, obligations) qui doivent être*

remboursés à échéance alors que les actions n'ont pas de marché où être échangées. Cette gestion des tombées rend le FPS liquide. » En effet, **la majorité des BAO arrivant à terme sous 5 ans, ces derniers fournissent de la liquidité de façon constante au fonds** : des BAO arrivent à échéance régulièrement, provoquant constamment des versements d'intérêts. De plus, le remboursement du BAO lui-même crée un flux de liquidité régulier comme l'explique Marie-Geneviève Loys-Carreiras *« Quand les BAO arrivent à terme, c'est surtout le remboursement du BAO, encore plus que le versement de l'intérêt, qui crée une liquidité pour le fonds. A l'échelle du fonds, en ayant de la part de différentes associations et entreprises sociales des échéances de dettes régulières, on peut ainsi créer une liquidité qui ne dépend pas d'un acteur solidaire uniquement. On répond à la demande des investisseurs, tout en « protégeant » la structure solidaire investie en pouvant s'engager sur le long terme à son échelle.* » Bien que ces produits soient non cotés et qu'ils soient non liquides (au sens du terme défini plus haut), ils permettent au fonds d'être « liquide » dans le sens où cela lui permet de payer ses clients voulant récupérer leur argent. Presque 37 millions d'euros de BAO ont été souscrits en 2020 par les FPS solidaires, certains avec des échéances de 1 mois, d'autres avec des échéances beaucoup plus longues, la durée moyenne étant de 26 mois. Les montants de ces BAO vont de 28 000 euros à 4 millions d'euros. Cela permet d'abonder la trésorerie du fonds, voire de réinvestir ces montants. Ainsi l'hypothèse que les BAO apportent de la liquidité aux fonds est valable.

Deuxièmement, pour ce qui est des actions non cotées solidaires, celles-ci ne fournissent pas de liquidités de façon récurrente car aucun dividende n'est versé. En outre, l'action n'est pas « liquide » car trouver un acheteur n'est pas si simple. Les FPS ont cependant trouvé le moyen de pallier le manque de liquidité : les actions, dans certains cas bien particuliers, sont directement revendues à la société émettrice lorsque le FPS a besoin de liquidité. Les entreprises solidaires qui ont les moyens constituent une poche de « cash » pour pallier les éventuelles sorties du capital. Le FPS récupère ainsi ses fonds en quelques jours. Il n'y a cependant que les grandes entreprises solidaires qui peuvent assurer un rachat rapide des actions.

Dans le cadre de cette étude, nous avons interrogé Corinne Martin, gestionnaire de fonds chez OFI AM et responsable des fonds solidaires « 90-10 » d'OFI Asset Management. Elle nous explique qu'il est possible de revendre des actions d'entreprises solidaires aux entreprises elles-mêmes et explique qu'*« au cas où nous serions obligés de vendre, il faut que [Entreprise A] soit en mesure de nous racheter les parts rapidement. [Entreprise A] garde des disponibilités pour les rachats, mais la liquidité des investissements n'est pas identique pour toutes les entreprises ESUS. Depuis la création des fonds, cela a été fait deux fois. Dans mes souvenirs, cela s'est fait sous quelques jours. »*

En d'autres termes, **certaines grandes entreprises de l'ESS française garantissent à leurs investisseurs de rendre leurs actions liquides si besoin.** Une action non cotée n'est donc pas forcément illiquide.

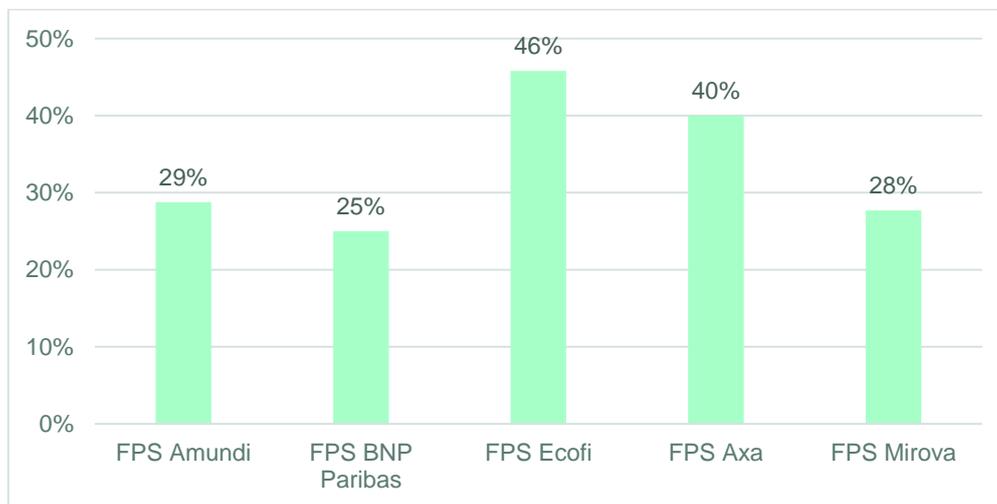
Troisièmement, il existe dans chaque FPS solidaire un fragment substantiel de parts de fonds monétaires. Ce fragment a pour fonction de subvenir au risque suivant : si lors d'une crise financière, les prix des actifs non solidaires présents dans la part « 90 » des fonds

« 90-10 » venaient à baisser de façon significative, alors il est possible que la part « 10 », bien moins affectée par les crises, représente une part supérieure aux 10% convenus. Le fonds « 90-10 » aurait, dans ce cas de figure, une part d'actifs non cotés supérieure à 10%, ce qui est interdit en France.

Pour que ce scénario ne se produise pas, les fonds « 90-10 » doivent être en mesure de vendre rapidement les parts du FPS, et donc de faire baisser la part solidaire du fonds. **Les FPS vendraient alors les parts de leur fonds monétaire, bien plus liquides que les actifs solidaires, pour faire face à leur passif exigible.**

Cela donne des parts de fonds monétaire importantes, allant de 25% de l'encours du FPS à plus de 45% (voir Figure n° 8).

Figure 8 : Part des fonds monétaires et trésorerie dans les FPS en 2020



Source : FAIR

En dernière analyse, nous constatons que ces fonds composés d'actifs solidaires, non cotés et considérés comme non liquides par nature, sont bel et bien liquides étant donné la nature des produits de taux, les relations particulières établies avec les entreprises sociales (mais qui ne sont pas généralisées) et enfin, la composition très « monétaire » des FPS. La part des fonds monétaire pourrait laisser croire que l'investissement est « dilué », c'est-à-dire que l'épargnant ou que le fonds « 90-10 » n'aide pas les entreprises sociales à la hauteur de ce qui serait convenu. Cependant, **tous les produits labellisés Finansol prennent en considération ces parts de fonds monétaire, et le taux de solidarité des fonds « 90-10 » se situant entre 5% et 10% de l'actif est calculé en soustrayant cette part de fonds monétaire.**

b- La sélection des entreprises

Les financeurs et leurs maisons-mères sont identifiées comme des interlocuteurs pour les entreprises solidaires et sont connus, et reconnus, comme tel. Les gestionnaires d'actifs profitent également du large réseau d'entreprises clientes de leur maison-mère (comme le Crédit Coopératif pour Ecofi par exemple) et des équipes chargées du non coté. Il est également possible de trouver des entreprises solidaires en recherche de financement

grâce à des collectifs comme Makesense, FAIR, le Mouvement Impact France et les différentes têtes de réseaux de l'ESS.

Lors de nos interviews avec les gérants des fonds d'investissement, nous avons remarqué une diversité dans la présélection des entreprises, chacun ayant ses critères (comptables, financiers...). Les investissements des FPS se font en général dans des entreprises ayant déjà au moins 3 ans d'exercice¹¹, il n'y a donc généralement pas d'amorçage de projets. D'autres investisseurs préfèrent les entreprises annonçant au moins 300k€ de chiffre d'affaires, et ne s'engageront pas à plus de 20% du bilan de l'entreprise. Ce qui ressort de ces interviews, c'est que **les investisseurs veulent des entreprises pérennes, en bonne santé économique, dégageant du flux de liquidités et ayant des perspectives de développement conséquentes (la « scalabilité »).**

L'entreprise recevant les capitaux doit également produire, pour le financeur, des indicateurs d'impacts, prouvant l'impact socio-environnemental de l'entreprise. Guillaume de Vauxmoret, déclare à ce propos *qu'« il existe une grille avec des mesures d'impacts. Les données d'impact sont consolidées pour les clients. Les données sont le plus synthétiques possibles, cela tourne beaucoup autour des bénéficiaires : nombre de logements sociaux, nombre de salariés en insertion, taux de sortie dynamique... Les critères d'impacts peuvent baisser mais cela ne va pas influencer négativement le financement. C'est Ecofi qui crée une demande de données, la donnée n'est pas créée a priori. Elle est créée pour la mesure d'impact, pour Ecofi. »*

D'après les entretiens, on peut dire que la sélection se fait sur 3 grands critères :

- L'entreprise est en bonne santé économique, elle atteste de plusieurs années d'existence et d'une pérennité de ses activités : ses comptes passés sont analysés ainsi que son business plan, les comptes de résultats, le bilan, les soldes intermédiaires de gestion...
- L'entreprise prouve qu'elle est une entreprise sociale. Au-delà d'avoir ou non l'agrément ESUS, prouvant son activité sociale et son partage équitable de la valeur ajoutée, elle doit prouver que son modèle de gouvernance est adapté à sa mission. L'obtention de l'agrément ESUS doit respecter des conditions strictes, elles garantissent à l'investisseur que l'entreprise dédie son activité à la mission qu'elle s'est fixée.
- L'entreprise doit produire un « reporting d'impact ». Exprimé plus simplement, cela consiste à reporter certains indicateurs concernant les résultats en lien avec la mission que l'entreprise s'est fixée. Par exemple : le nombre de personnes éloignées de l'emploi réinsérées sur le marché du travail pour une entreprise de réinsertion, le nombre de personnes relogées pour une foncière solidaire ou encore le nombre de kilowattheure d'énergie renouvelable produit par un fournisseur d'énergie verte.

¹¹ Par exemple, en 2021, seulement 4 entreprises jeunes ont reçu des financements, trois ayant été créées en 2017 et l'une en 2019. Ces 4 entreprises ont profité de BAO ou d'obligation classique. Aucune n'a profité de participation au capital.

L'entreprise est choisie sur sa santé financière, son modèle d'impact et son système de gouvernance. Ces critères sont regardés en même temps par les investisseurs, et sont tous rédhibitoires s'ils ne sont pas respectés.

c- La politique actionnariale particulière

Les FPS solidaires sont actionnaires des entreprises dans lesquelles ils investissent (66% de l'ensemble des investissements des FPS solidaires est fait en actions), les obligations, les BAO et titres participatifs n'ouvrant ni droit de vote, ni part dans le capital. Dans ce cadre, les fonds obtiennent les prérogatives de l'actionariat : ils ont le droit de vote dans les assemblées et peuvent siéger aux instances de gouvernance de l'entreprise. Ces entreprises étant souvent de petites entreprises en besoin de financement, nous avons constaté que les investisseurs entretiennent des relations particulières avec elles. Il s'agit de **relations de long terme, qui se détachent des descriptions souvent faites des relations « investisseur-entreprise »**. Guillaume de Vauxmoret décrit la sienne ainsi : *« Ecofi agit comme actionnaire dans les instances de gouvernance ou a minima dans les assemblées générales. Ecofi se veut partenaire de long terme, dialogue avec les instances dirigeantes. L'actionnaire donne son avis en fonction des situations, pas de politique actionnariale particulière si ce n'est la continuation de la mission sociale. Pour certaines petites entreprises, il y a une stratégie de bienveillance, d'aide dans leurs activités. »*

Nous constatons que ce type de pratique est assez inhabituelle et à contre-courant des pratiques de l'actionariat traditionnel (cf. annexe), comme l'explique Emmanuel Gautier, responsable de la gestion solidaire chez Mirova : *« notre règle, c'est de ne pas s'immiscer dans la gestion de l'entreprise. En revanche, on doit s'assurer que le modèle d'impact, le modèle économique et le mode d'entreprendre sont respectés par l'entreprise. Donc on participe à des comités de suivi, à des conseils d'administration, pour s'assurer que la ligne définie avec l'entrepreneur est suivie. La plupart du temps on intervient dans ces comités avec d'autres investisseurs »*.

Les actionnaires ne poussent pas à la hausse les valeurs des actions, ne poussent pas au versement de dividendes et ne s'immiscent pas dans la gestion des affaires.

Ces entretiens montrent que **l'investissement solidaire recherche principalement le « gain » socio-environnemental, tout en essayant de préserver le capital**. La présélection des entreprises permet de choisir les plus créatrices d'utilité sociale / d'impact et celles pouvant rembourser ou assurer un maintien relatif du capital pour ses investisseurs. Comme le dit Jean-Michel Lecuyer, directeur général d'INCO Ventures, le fait d'être actionnaire ou non n'est pas primordial, ni le statut de l'entreprise, c'est la création d'impact qui compte : *« Ce n'est pas une obligation d'être actionnaire, on investit aussi dans des associations et des coopératives dès lors qu'on estime qu'elles tiennent la route en termes d'impact et sur leur modèle économique. Elles n'ont pas de modèle économique pour revaloriser le capital, et on investit donc en quasi-fonds propres sur ces structures (titres participatifs / titres associatifs). Quand on est actionnaire, c'est le cas pour les sociétés commerciales dans lesquelles on investit, on essaie d'être membre du board. Et de dialoguer de façon intensive avec les entrepreneurs sur leurs stratégies et l'utilisation des fonds qui ont été levés, etc. »*

En définitive, nous pouvons dire au moins quatre choses sur la politique actionnariale non conventionnelle des FPS :

- Les FPS suivent, dialoguent et accompagnent les entreprises financées ;
- Les FPS encadrent l'entreprise pour qu'il n'y ait pas de dérive de mission et qu'elle continue à mener ses activités solidaires ;
- Les FPS ne cherchent pas la rentabilité financière en premier lieu et ne poussent pas les entreprises à en créer ;
- Les FPS veulent avant tout maximiser l'impact, sous contrainte d'une conservation du capital.

d- Le faible risque

Nous avons vu plus haut que ces fonds n'ont pas la rentabilité comme objectif premier et qu'ils ne poussent pas les entreprises à en créer. Cela se répercute bien sûr sur la performance du fonds, mais il est aussi possible de l'expliquer par la nature des actifs présents dans les FPS.

Les actions des entreprises solidaires ne sont pas cotées, ce qui implique plusieurs choses : **elles ne sont pas échangeables sur un marché et leur prix ne fluctue pas, à l'inverse des actions traditionnelles.** Leur valeur est fixée de façon périodique par les instances de gouvernance des entreprises solidaires ou par une évaluation de l'acheteur. Par exemple, des entreprises comme les coopératives ne réévaluent pas la valeur des actions. Ainsi, une action achetée 100€ ne pourra pas être revendue plus de 100€. Le principe du *mark-to-market* peut s'appliquer : les actifs sont évalués aux prix auxquels ils pourraient être vendus, en fonction de la situation financière de l'entreprise et des différents avis de la direction des risques des investisseurs. Ainsi, une action d'une entreprise en difficulté pourra être évaluée à une valeur moindre que sa valeur officielle, ce qui implique que plusieurs investisseurs peuvent avoir une valeur différente pour la même action s'ils n'ont pas d'informations sur la valeur à laquelle elle peut se revendre.

Pour les produits de taux, comme les obligations, les titres participatifs ou les billets à ordre, on évalue l'actif à la valeur du principal auquel on ajoute la valeur du coupon couru, c'est-à-dire les intérêts accumulés entre deux versements d'intérêts. En fonction de la santé économique de l'entreprise, le produit peut être décoté. Ainsi, les produits de taux peuvent être un facteur augmentant la valeur du fonds et rapportant des capitaux. Ils fournissent donc de la performance au fonds. En revanche, si le fonds prévoit que la capacité de financement de l'entreprise se détériore, la valeur du produit baissera et fera diminuer la performance ainsi que la valorisation du fonds.

Enfin, pour la troisième catégorie d'actif de ces fonds, soit les fonds monétaires, ils sont tenus par d'autres gérants et leur performance dépend beaucoup des taux d'intérêts en vigueur. L'objectif de ces fonds monétaires est d'offrir aux clients des rendements comparables à ceux du marché monétaire et donc, *in fine*, de préserver le capital. Ces fonds

sont investis sur des titres de court terme et de qualité pour que le client puisse disposer de ses actifs à tous moments. En échange, le rendement espéré est très faible, voire négatif.

Tableau 4 : Performance et comparaison des fonds

| | Performance 2020 | Performance 2019 | Performance 2018 | Volatilité ¹² |
|---|------------------|------------------|------------------|--------------------------|
| FPS Amundi | 0,20% | 0,68% | -0,05% | 0,30% |
| FPS Ecofi | -0,12% | 0,15% | 0,07% | 0,35% |
| FPS Axa | -0,20% | -0,11% | -0,12% | 0,19% |
| FPS Mirova | -0,70% | -0,47% | -0,22% | 0,25% |
| Taux de référence EONIA | -0,468% | -0,446% | -0,335% | X |
| Indice ISR : Bloomberg Barclays Euro Aggregate Bond | 3,8% | 5,9% | 0,3% | 3,13% |

Source : Sites internet des gérants, MSCI, Boursorama, Bloomberg

Le tableau n°4 est à prendre avec précaution : les différents FPS solidaires sont peu comparables entre eux du fait de leurs compositions (entreprises, classe d'actifs), de leur stratégie ou de leur niveau d'encours. Dans ce tableau, nous faisons le lien entre quatre FPS solidaires et trois indices, l'un monétaire, l'autre obligataire ISR et un indice d'entreprises européennes (ces deux derniers indices sont des indices parfois utilisés par des fonds ISR en France). Nous remarquons plusieurs choses :

- Les FPS ont des performances proches de zéro, c'est-à-dire que la valeur des actifs du fonds est stable d'une année sur l'autre.
- Les FPS solidaires sont peu volatiles : les performances des actifs s'écartent peu de la moyenne des performances. Or, un écart type faible signifie que le fonds n'aura pas tendance à connaître de grande évolution, à la hausse ou à la baisse, de sa valeur.
- Les FPS solidaires ne sont pas comparables aux fonds ISR. Les fonds ISR sont constitués de produits cotés, émis par des entreprises ou des organisations publiques. Ces émetteurs, en particulier les entreprises cotées, fournissent plus de performance que les entreprises sociales de l'ESS.
- Les performances faibles s'expliquent par la nature des actifs, le statut des entreprises et par la politique actionnariale particulière.

Il ne faut pas oublier que l'investissement dans des FPS solidaires comporte des risques autres que celui de la performance : risque action (risque de perte totale du capital), risque lié à la détention de petite valeur¹³, risque de liquidité, risque de valorisation (payer trop cher

¹² Mesure de l'amplitude et de la fréquence des fluctuations des cours d'un actif dans le temps. Cette mesure est donnée par un indicateur statistique, soit la variance, soit l'écart-type (racine carrée de la variance) de la distribution des valeurs de marché de l'actif constatées sur une période donnée. Plus la volatilité est importante plus l'actif est risqué.

¹³ Les petites valeurs sont moins liquides et le marché est étroit pour ces valeurs. En raison de cela, l'évolution de leurs prix est sujette à des hausses ou des baisses plus marquées.

pour obtenir un actif), risque de taux, risque de crédit ou encore risque lié à l'évolution du cadre légal.

e- La stratégie de création d'impact

Décentraliser l'investissement solidaire des fonds « 90-10 » dans les FPS solidaires permet de dédier une équipe spécialisée et compétente dans ce type d'investissement et permet également de concevoir une stratégie d'impact ainsi qu'une mesure d'impact adaptée. **Le FPS peut donc communiquer clairement sur les impacts socio-environnementaux que ses investissements ont pu produire.**

L'exemple du rapport d'impact d'Amundi

Amundi axe sa stratégie d'impact autour 6 grandes thématiques : l'accès à un logement digne, l'accès à un travail reconnu, l'accès aux soins et le traitement de la dépendance, l'accès à l'éducation et à la formation, la préservation des ressources naturelles et la solidarité internationale, avec notamment le microcrédit.

Pour chaque entreprise financée, le nombre de bénéficiaires des activités de l'entreprise est calculé et rapporté à l'investissement initié. Pour ce qui est de l'impact, la même méthode s'applique : il est calculé au prorata de l'investissement dans l'entreprise. Par exemple, si le FPS d'Amundi possède 10% des actions d'une foncière en logement social, il s'attribuera alors 10% des bénéficiaires dans son rapport d'impact, ainsi que 10% des logements créés. Depuis la création du fonds en 2012, il y a eu 13 216 personnes logées, 57 253 emplois créés ou maintenus, 344 616 bénéficiaires de soins, 75 069 personnes formées et/ou accompagnées, 1 629 hectares de terres agricoles préservés, 274 837 tonnes de déchets évités/recyclés, 322 748 bénéficiaires de microcrédit à l'international.

Les 6 thématiques sont liées à des besoins socio-environnementaux nationaux ou internationaux. Le FPS Amundi a par exemple permis de créer 11 500 logements sociaux et très sociaux en France (sur une nécessité d'en construire 1,4 million). Autre exemple : le FPS d'Amundi a contribué à accompagner 48 000 personnes surendettées en France parmi les 180 000 personnes dans cette situation.

Le rapport d'impact d'Amundi soulève, tout d'abord, la question de la quantification du besoin socio-environnemental en prenant en compte des problématiques nationales ou internationales, auxquelles le fonds a apporté des réponses qui sont quantifiées. Puis, le rapport d'impact fait le lien entre les entreprises bénéficiaires et les Objectifs de Développement Durable (ODD), en montrant que 27% des entreprises financées contribuent à l'ODD numéro 8, 16% à l'ODD numéro 12¹⁴, etc. Ces ODD servent de plus en plus de référentiel commun quand il est question d'impact, ou lorsque l'on cherche à prouver l'utilité de certaines activités/politiques.

¹⁴ L'ODD 8 renvoie à l'accès à des emplois décents et l'ODD 12 renvoie à la consommation et à la production responsables.

L'exemple du rapport d'impact de Mirova

Mirova axe sa stratégie autour de 4 grandes thématiques : l'emploi, l'environnement, le logement et le social et la solidarité internationale. D'une part, le rapport d'impact est centré sur une explication générale de la stratégie de Mirova et des problèmes socio-environnementaux auxquels la société fait face et que Mirova contribue à réduire. D'autre part, le rapport explique la cohérence de cette stratégie avec l'adoption d'une « mission » au sens de la loi PACTE et la mobilisation de toutes les ressources de l'entreprise pour rester l'un des meneurs de la finance responsable.

La stratégie d'impact et la sélection des entreprises est la suivante : le modèle économique et le modèle d'impact se complètent l'un l'autre et la gouvernance permet la pérennité des deux modèles. C'est sur ce triptyque que repose le modèle du FPS de Mirova.

Pour ce qui est de la mesure de l'impact, le fonds affiche près de 3 millions de bénéficiaires finaux de micro-crédits, 5 775 foyers bénéficiaires de logements sociaux, 150 000 hectares sous agriculture durables financées, 400 millions d'euros dédiés à des programmes de solidarité internationale et encore d'autres résultats (chiffres cumulés, voir le rapport d'impact 2020). Mirova fait ensuite plusieurs « focus » sur les nouvelles entreprises financées.

Mirova produit chaque année un rapport d'impact. Mais la mesure d'impact ne fait pas tout : en effet, ces données d'impact peuvent cacher, ou appauvrir, certaines réalités du financement ou de l'activité de l'entreprise. Comme le dit Emmanuel Gautier, complexifier la mesure d'impact n'est, a priori, pas un but en soi : *« on ne peut pas rendre compte d'une réalité multiple avec un chiffre "magique". Nos clients nous demandent des indicateurs lisibles et pluriels (hectares bio, combien d'emplois, combien de millions on mobilise etc.). »*

Précisions et définitions sur l'impact :

On dit généralement que la **finance à impact respecte 3 grandes conditions pour pouvoir être qualifiée comme telle (FIR, 2020) : l'intentionnalité, l'additionnalité, et la mesurabilité.** En clair, l'impact de l'investissement est intentionnel si l'investissement est fait dans le but de créer un effet socio-environnemental positif sur des populations (intentionnalité). L'additionnalité¹⁵ est ce qui est apporté par l'investisseur à l'entreprise pour permettre de se développer et d'augmenter son impact sur la société. Il s'agit plus précisément de ce que l'investisseur a permis de créer ou ce qui ne serait pas arrivé si l'investisseur n'avait pas été là.

Dans le cas présent du FPS d'Amundi, l'intentionnalité est explicitée par la définition de plusieurs axes stratégiques. Le fait que ce fonds n'investisse que dans des entreprises de l'ESS et/ou ESUS montre que cet investisseur a bien l'intention de créer de l'impact. Pour ce qui est de l'additionnalité, celle-ci n'est pas vraiment mesurable. Il est très difficile de

¹⁵ « L'additionnalité est envisagée comme l'action ou la contribution particulière et directe de l'investisseur permettant à l'entreprise investie ou au projet financé d'accroître l'impact net positif généré par ses activités. » (FIR, 2020). La définition est reprise dans *Définition de la finance à impact* de Finance for Tomorrow (2021).

calculer la contribution d'un investisseur à la création d'impact d'une entreprise, c'est pourquoi Amundi utilise une méthode d'appropriation des résultats de l'entreprise. Cette méthode, expliquée dans Arjaliès et *al.* (2020, p. 28), est calculée en fonction du montant de l'investissement du fonds dans l'entreprise. Parfois critiquée, elle a l'avantage d'être une méthode simple de calcul de contribution aux résultats ou aux externalités.

Enfin, pour ce qui est de la mesurabilité de l'impact social, le rapport d'impact d'Amundi se saisit de la complexité du terme « impact ». Si nous le définissons comme des « *changements significatifs dans les vies des personnes, apportés par une action donnée ou une série d'actions* » qui ciblent « *la racine d'un problème social* » (Ebrahim et *al.*, 2014, p.120) alors, l'idée de relier les productions des entreprises à des problèmes sociaux et de calculer la contribution de l'investissement¹⁶ à ceux-ci est en droite ligne avec cette définition.

Une nuance est à apporter sur la mesure d'impact : celle-ci se rapproche beaucoup, pour plusieurs investisseurs, à une somme des réalisations ou des activités produites par les entreprises (c'est-à-dire à une agrégation des emplois créés, des logements construits, etc.). Ainsi, l'impact que revendique le fonds est la somme des réalisations des entreprises. Sur ce point, il est intéressant de voir la différence entre activités, réalisations, résultats et impacts qu'établit le FIR (2020, p. 6). Si on veut respecter la définition traditionnelle de l'impact, il serait nécessaire de calculer la contribution d'une activité à un problème comme suit : « l'aide à la formation apportée par les entreprises a permis de réduire le taux de chômage de x% ».

A savoir : On ne parle pas ici de l'intentionnalité, ni de l'additionnalité de l'entreprise financée. Cette question n'est généralement pas abordée pour le cas des FPS, puisque, par principe, l'appartenance à l'ESS et/ou l'agrément ESUS permet de convenir que l'entreprise existe pour subvenir à un besoin socio-environnemental (intentionnalité) et que son activité contribue à pallier ce besoin (additionnalité).

IV- Quelles évolutions du cadre légal ?

Lors des entretiens menés pour cette étude, nous avons demandé quels sont les éléments réglementaires qui, selon les personnes interrogées, restreignent l'utilisation des FPS solidaires et quelles seraient les mesures qu'ils souhaiteraient voir appliquer pour faciliter leur utilisation. Deux façons de penser sont ressorties de ces échanges avec les investisseurs : **ceux qui veulent une européanisation de la finance solidaire par la commercialisation des produits français, et ceux qui n'en voient pas l'intérêt et préfèrent la situation actuelle.**

¹⁶ Même si l'investisseur finance la trésorerie d'une entreprise, souscrit à de la dette ou utilise d'autres outils, il aura quand même contribué au développement des activités de l'entreprise.

L'acquisition de parts d'un FPS solidaire par un fonds « 90-10 » rend ce dernier inéligible à la directive 2009/65/CE, dite « directive UCITS¹⁷ IV », pour plusieurs raisons. En ce sens, les fonds « 90-10 » composés de FPS ne sont donc pas commercialisables hors de France. Et inversement, un fonds UCITS ne peut pas acheter de parts de FPS solidaires français. Pour les grands gérants de fonds « 90-10 » ou les grands gérants de FPS solidaires, cela limite leur développement à l'international et leur univers d'investissement. En effet, les investisseurs voulant faire du solidaire ne vont pas au bout de leur démarche lorsqu'ils voient que les FPS ne sont pas UCITS.

Cette problématique n'en est cependant pas une pour les gérants de fonds solidaire plus modestes, ni pour les gérants ne souhaitant pas être commercialisés ailleurs ou ne voulant pas investir hors de France¹⁸. Comme l'explique Fabien Leonhardt, gérant du fonds « 90-10 » Insertion Emplois Dynamique, « nous opérons pour notre fonds depuis 1994 dans un cadre français avec des lois françaises (loi Hamon, agrément ESUS...). Les entreprises solidaires que nous finançons ont principalement un impact en France ; ce fonds ne peut pas être vendu en dehors de la France mais cela ne nous pose pas de problème. Il n'y a rien de plus simple que d'expliquer à un Breton, un Corse ou un Normand que son épargne aura un impact en France. Si on dit que le fonds finance des entreprises solidaires en Allemagne alors ils ne vont pas comprendre. Si on exporte le modèle, alors chacun doit faire ses fonds "90-10" chacun dans son pays respectif, on ne peut pas faire de "90-10" européen, la notion d'impact serait "diluée". » De plus, les autres pays européens n'ont pas de dispositifs légaux permettant le fléchage de l'épargne (loi Fabius, loi Hamon, loi PACTE) vers des entreprises reconnues par l'Etat (loi PACTE, loi sur l'ESS) comme en France. Ce qui fait que le fonctionnement actuel de la finance solidaire est quelque chose de très français et difficilement exportable dans sa forme actuelle.

Le point précédent pose la question de l'eupéanisation des pratiques des fonds « 90-10 » et des FPS solidaires. Si certains points bloquants de la directive UCITS sont levés, alors ces fonds pourront être commercialisés en Europe à une clientèle non professionnelle. Pour l'instant, la présence dans les fonds d'instruments non catégorisés dans la directive UCITS – comme les BAO – empêche cette commercialisation. La question du manque d'investissement dans l'économie sociale a été abordée par le « Social Economy Action Plan » de la Commission Européenne et ces préoccupations sur la place de l'économie sociale sont présentes au sein de plusieurs initiatives comme la taxonomie européenne ou le *Green New Deal*. Cela montre l'importance et l'intérêt de ces questions. Le vœu d'eupéaniser les pratiques de la finance solidaire est en concordance avec cette dynamique.

Pour favoriser l'investissement solidaire, certains voudraient mettre fin à la limite des 10% de solidaire dans les fonds « 90-10 » (et passer à « 85-15 » ou « 80-20 »). Cela

¹⁷Pour « *Undertaking for Collective Investments in Transferable Securities* »

¹⁸ Par soucis de cohérence, certains investisseurs ne veulent pas investir hors de France, car la finance solidaire repose sur la proximité et la solidarité. La finance solidaire fonctionne, selon eux, car l'épargnant finance des entreprises nationales/locales et que cela lui est bénéfique. Un investissement dans des entreprises sociales portugaises ou italiennes ne serait pas vendeur et ne serait pas cohérent avec l'« esprit » de la finance solidaire. Inversement, il y a un doute sur le fait de vendre un fonds finançant des entreprises sociales françaises à des clients hors France.

permettrait aux institutions financières de faire plus de solidaire sans créer plus de véhicules d'investissement, et ferait augmenter considérablement l'offre de financement. Un changement de ce ratio « 90-10 » pourrait, comme l'explique Fabien Leonhardt, perturber le marché : *« cela peut sembler peu (les 10% d'investissements solidaires, ndlr.), mais le cadre 5% à 10% est suffisant : on a déjà parfois du mal à subvenir à la demande (de ceux qui veulent investir). Cela ne semble pas être une bonne idée de changer ce ratio car, si on passe tout un pan de l'assurance vie sur le solidaire et qu'en plus on passe en « 80-20 » alors les porteurs de projet vont voir arriver toute la "place" (tous les investisseurs, ndlr), mais il n'y aura pas plus de projets pour autant. Il vaut mieux faire sérieusement le "90-10" »*. A l'inverse des acteurs, comme Amundi, sont plus favorables à une poche solidaire supérieure aux 10% actuels.

Enfin, la dernière question qui a été soulevée par les entretiens est celle du niveau de liquidité dans le fonds. Nous l'avons vu, la part de fonds monétaire et de trésorerie va de 25% à 46% dans les FPS solidaires. La performance des fonds monétaires est extrêmement faible, voire négative, du fait de leur composition. Cela vient mettre un frein aux performances déjà peu élevées des actifs solidaires. Une partie des gérants aimerait donc réduire cette part de fonds monétaire pour éviter de perdre de l'argent et éviter de faire baisser la valeur du fonds. Pour rappel, ce niveau de liquidité est censé pallier le risque de ventes massives, en cas de crise, des parts du FPS solidaires par les fonds « 90-10 » et donc, permettre au fonds d'être « liquide ». Mais pour une partie des FPS solidaires, leurs clients sont des fonds « 90-10 » de la même entité et les mouvements de rachats et de ventes des parts sont une affaire interne. Le rachat des parts d'un FPS par un fonds « 90-10 » se fait sans tension. Un tel niveau de liquidité pour ces FPS solidaire est donc un frein à l'investissement solidaire. En revanche, pour les FPS solidaires ayant un passif diversifié, c'est-à-dire beaucoup de clients (n'étant pas forcément membre du même groupe ou rattaché à la même entité), cette part élevée de fonds monétaire est une garantie que ce fonds sera facilement revendable. C'est donc un marqueur de confiance.

Finalement, les évolutions du cadre légal font débat au sein des acteurs de la finance solidaire. Il existe des partisans de l'expansion de l'investissement solidaire via la vente des fonds au niveau européen, qui voudraient un développement notable du secteur par une transformation des fonds « 90-10 » et, pour qui la liquidité des FPS est un avantage. De l'autre côté, certains veulent maintenir la situation comme elle est, ne trouvant pas que la législation actuelle soit un frein au développement du secteur.

Conclusion générale de l'étude

Cette étude fait un état des lieux des 5 grands FPS solidaires français, appelés « fonds purs solidaires ». Le premier constat est d'abord celui d'un milieu hétérogène : les fonds sont de tailles différentes, ont des croissances de leur collecte, des compositions et des thématiques disparates. Bien qu'il soit complexe, pour ces raisons, de les mettre en comparaison, nous avons pu identifier de nombreux éléments qui nous permettent de mieux comprendre et mieux connaître ces outils.

Selon cette étude, l'utilisation de FPS solidaires dans le cadre de l'investissement solidaires présente 5 avantages :

- **Ces fonds ont une liquidité relative, ils sont facilement achetés ou revendables.** Ils sont composés d'une part substantielle d'actifs très liquides (les fonds monétaires) représentant entre 25% et 46% du fonds. De plus, les billets à ordre fournissent des liquidités constantes aux fonds et représentent une part importante - entre 46% et 95% - des produits de taux. Enfin, certaines entreprises solidaires ont leurs actions - non cotées - facilement échangeables, car rachetables par les grandes entreprises du secteur. Ces fonds « purs solidaires » peuvent ainsi subvenir aux demandes de leurs clients (les fonds « 90-10 ») quand ils veulent revendre les parts des FPS détenues.
- **Les FPS sont sélectifs, les gestionnaires de fonds choisissent avec précaution les entreprises dans lesquelles investir et auxquelles prêter.** Des critères excluants sont choisis par les fonds, notamment des critères comptables et financiers. Ces critères excluent également les entreprises aux modèles d'affaires fragiles ou nécessitant des besoins de financement trop conséquents. Les entreprises doivent également avoir un modèle de gouvernance assurant la poursuite de la mission et le partage équitable de la valeur ; c'est ce qu'assure l'agrément ESUS et les investissements se concentrent principalement dans ces ESUS. Enfin, les entreprises doivent pouvoir produire des données sur l'impact qu'elles créent sur leur environnement (combien d'emplois créés, de logement construits, d'hectares de terres utilisés, de kilowattheures produits...). Ces impacts sont synthétisés dans les rapports d'impact des fonds et servent à la justification de l'utilité des entreprises financées pour les clients du fonds.
- **Les FPS solidaires se comportent, en tant qu'actionnaire, comme une partie prenante favorisant la poursuite de la mission de l'entreprise.** Ils ne favorisent pas la création de valeur pour l'actionnaire (voir sur cette notion : Stout, 2012) mais plutôt la création d'impacts / de résultats, tout en essayant de préserver le capital investi. Les FPS dialoguent et accompagnent les entreprises financées, leur apportant ainsi une aide non financière importante sur les missions qu'elles mènent. Nous pouvons faire l'hypothèse que cette gouvernance actionnariale contribue à la pérennité de l'entreprise.
- **Le risque financier, représenté par la volatilité, est faible.** Il est proche de zéro dans ces fonds, ce qui traduit un faible risque de perte de capital mais, également, de faibles revenus pour les clients (les fonds « 90-10 »). Cela invalide, en partie, la

nécessité d'autant de fonds monétaire dans le FPS. L'hypothèse étant que si les petites entreprises, non cotées, et qui plus est de l'ESS, sont plus risquées¹⁹ et moins liquides, alors les fonds devraient se doter de beaucoup de fonds monétaire. L'univers d'investissement induit des performances faibles et proches de zéro, et cela pour tous les FPS, bien qu'ils soient constitués de manière différente (répartition actions/produits de taux). Les trois composantes principales d'un FPS : actions non cotées d'entreprises sociales, produits de taux (dont majeure partie de BAO) et fonds monétaire sont toutes les trois peu, voire non performantes. Enfin, il est à rappeler que **ces fonds n'ont pas pour but de créer une performance financière mais bien de créer de l'impact socio-environnemental à travers l'investissement dans une catégorie bien précise d'entreprise**. Et ainsi de fournir la part solidaire des fonds qui en sont clients.

- **La centralisation de l'investissement solidaire dans un FPS permet de n'avoir qu'un fonds purs solidaire pour plusieurs fonds « 90-10 »**. Cela permet d'éviter les surcoûts, de n'avoir qu'une équipe dédiée, et son utilité croît à mesure que le nombre de clients augmente. De plus, cela facilite la gestion et la diversification des actifs et rend – peut-être – les arbitrages²⁰ moins coûteux. Du côté de l'impact, le FPS solidaire permet de mobiliser l'investissement pour une stratégie cohérente et unique. La communication est ainsi facilitée et l'agrégation des impacts et des résultats des entreprises est plus simple et compréhensible.

A travers cette étude, nous voulions montrer les caractéristiques des principaux investisseurs de la finance solidaire : les FPS solidaires. Celles-ci en font un outil flexible, adaptés aux besoins des entreprises et de leurs clients. Certaines questions n'ont pas été abordées en détail comme celle de la mesure d'impact et de son reporting.

Enfin, il est à noter que l'utilisation de ces fonds ne représente qu'une méthode parmi d'autres pour les entreprises de se financer ; les entreprises de l'ESS et à fort impact socio-environnemental peuvent faire appel aux banques, peuvent s'autofinancer, recevoir des souscriptions à leur capital d'autres acteurs (particuliers ou autres fonds par exemple) ou recevoir des dons. Cela montre la grande variété des méthodes de financement dans la finance à impact social.

Je remercie ceux qui ont participé, ont témoigné et nous ont accordé du temps pour réaliser ce document :

- Guillaume de Vauxmoret, Corinne Martin, Mathieu Azzouz, Jean-Michel Lecuyer, Fabien Leonhardt, Emmanuel Gautier et Marie-Geneviève Loys-Carreiras.
- Ainsi que membres du pôle Etudes et Innovation, et du pôle Communication pour tous leurs conseils et leurs commentaires.

¹⁹ Pas de contrôle du marché, pas la même solidité financière et comptable que les grandes entreprises et pas de respect des conventions sur la transparence de l'information financière et non financière.

²⁰ Un arbitrage consiste en l'achat ou en la vente d'un actif pour que le portefeuille corresponde mieux à ce que l'investisseur recherche en matière de rendement et de risque.

Références

Artis A., 2011, « La finance solidaire : un système de relations de financement », Thèse de doctorat, Centre de Recherche en Economie de Grenoble (CREG).

Arjaliès D-L., Bouchet V., Crifo P. and Mottis N. 2020, « La mesure d'impact et l'Investissement Socialement Responsable (ISR) : Un tour d'horizon », in Tchotourian E., Bres L. and Geelhand de Merxem L. (Eds.), Zone frontières et entreprise socialement responsable - Perspective multiple : droit, administration et éthique, Edition Yvon Blais (Canada) and Mare & Martin (France).

Busch T. et al., 2020, « Impact investment: a call for (re)orientation. », *SN Business & Economics*, 1:33.

Ebrahim A., Kasturi Rangan V., 2014, « What Impact? A Framework for Measuring the Scale and Scope of Social Performance », *California Management Review*, vol.56 N°3.

ESS France, 2017, « Le financement des entreprises de l'Economie Sociale et Solidaire », Rapport de la commission présidée par Frédéric Tiberghien.

FAIR, 2021, « Zoom 2021 sur la finance solidaire ».

Finance for Tomorrow., 2021, Définition de la finance à impact.

Finansol, 2017, « Les acteurs du financement solidaire et leur réponse aux besoins de financement des associations et entreprises à forte utilité sociale ».

Forum pour l'investissement responsable (FIR), 2020, « Investissement à Impact - Une définition exigeante pour le coté et le non-coté ».

Gendron C., Bourque G.L., 2003, « Une finance responsable à l'ère de la mondialisation économique », *L'Économie politique*, vol. n°18, n°2, pp. 50-61.

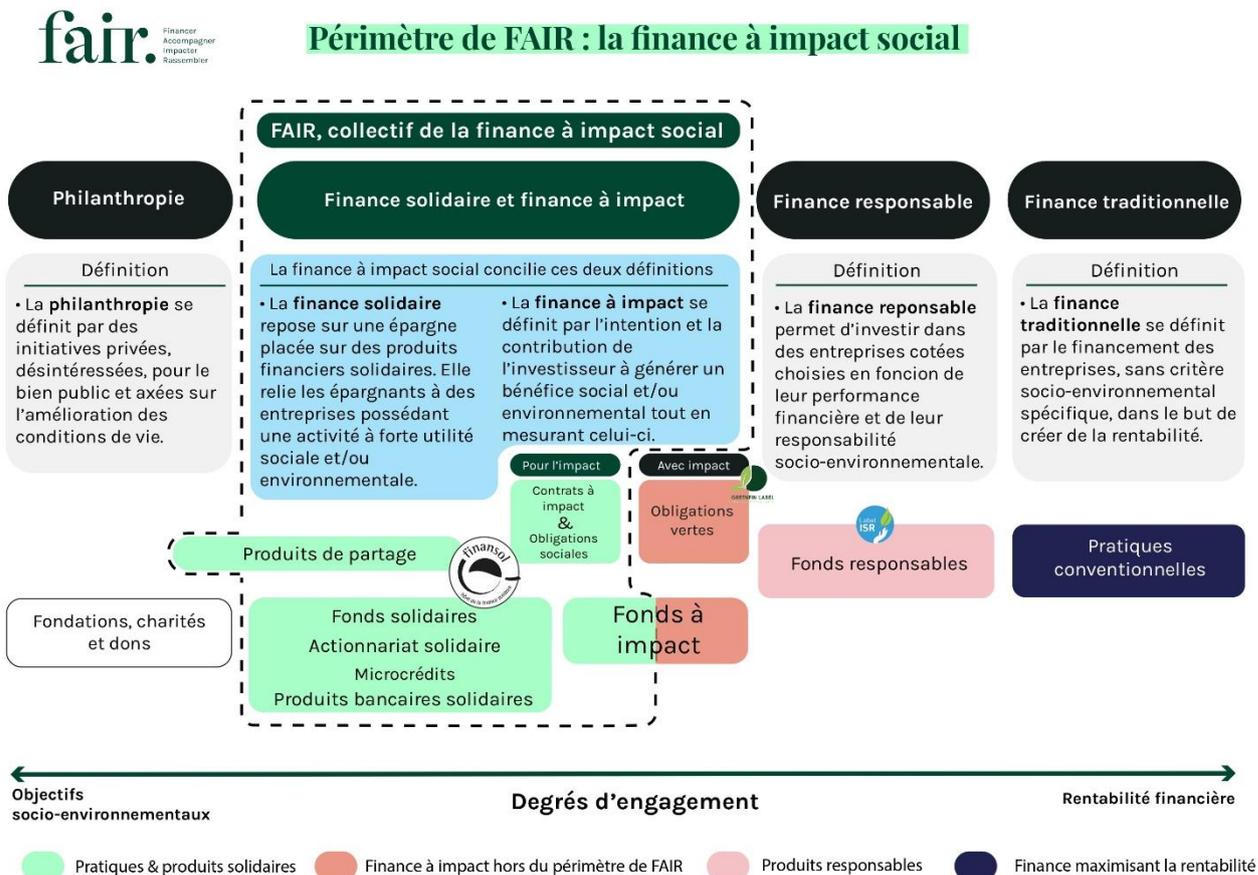
GIIN, 2020a, « The State of Impact Measurement and Management Practice, second edition, Global Impact Investing Network ».

GIIN, 2020b, « Annual impact investor survey 2020 ».

Stout L., 2012, *The Shareholder Value Myth - How putting shareholders first harms investors, corporations, and the public*, Berrett-Koehler Publishers.

Notat N., Senard J-D., 2018, « L'entreprise, objet d'intérêt collectif », Mission « Entreprise et intérêt général », rapport aux ministres de la Transition écologique et solidaire, de la Justice, de l'Économie et des Finances, du travail.

Annexe : périmètre de la finance à impact social



fair.

‰ **Financer**

ii **Accompagner**

o **Impacter**

••• **Rassembler**

Cette étude a été rédigée par

Philippe Devin

Chargé de mission scientifique dans le pôle Etudes et Innovation

Philippe.devin@finance-fair.org

Suivez-nous sur www.finance-fair.org



facebook.com/FAIR.label.finansol



twitter.com/Label_Finansol



linkedin.com/company/fair-label-finansol