

# L'investissement à impact : entre promesse transformative et tensions structurelles

## Impact investing: navigating between transformative ambitions and structural constraints

Emmanuelle Dubocage<sup>1</sup>

<sup>1</sup> emlyon business school, F-69007, Lyon, France, [dubocage@em-lyon.com](mailto:dubocage@em-lyon.com)

**RESUME.** Cet article analyse l'essor de l'investissement à impact (II) depuis les années 2010, présenté comme une voie pour concilier performance financière et transformation sociale et environnementale. Fondé sur les principes d'intentionnalité, d'additionnalité et de mesurabilité, l'II se développe dans un champ marqué par des tensions entre rentabilité et finalités extra-financières, standardisation et contextualisation, ambition transformative et risques de dérive (greenwashing, mission drift). L'étude montre que les instruments de mesure d'impact jouent un rôle performatif : ils ne se contentent pas d'évaluer, mais orientent les priorités et l'allocation des capitaux. Toutefois, cette financiarisation des biens communs et du vivant soulève des enjeux éthiques et politiques majeurs. L'article insiste ainsi sur la nécessité d'une gouvernance inclusive intégrant les parties prenantes vulnérables et sur un ancrage contextuel des métriques. En conclusion, l'investissement à impact ne pourra réaliser sa promesse transformative que s'il reconfigure ses instruments, sa gouvernance et ses cadres d'évaluation, pour favoriser une transition juste, solidaire et démocratique plutôt que de s'aligner sur les logiques dominantes de la finance.

**MOTS-CLÉS.** Investissement à impact, Gouvernance inclusive, Mesure de l'impact social, Marchandisation des biens communs, Performativité des instruments

**ABSTRACT.** This article analyzes the rise of impact investing (II) since the 2010s, presented as a way to reconcile financial performance with social and environmental transformation. Based on the principles of intentionality, additionality, and measurability, II is developing within a field marked by tensions between profitability and extra-financial objectives, standardization and contextualization, transformative ambition and risks of drift (greenwashing, mission drift). The study shows that impact measurement instruments play a performative role: they do not merely assess but actively shape priorities and the allocation of capital. However, this financialization of commons and of living systems raises major ethical and political issues. The article thus underlines the need for inclusive governance that integrates vulnerable stakeholders, as well as for context-based impact metrics. In conclusion, impact investing can only deliver on its transformative promise if it reconfigures its instruments, governance structures, and evaluation frameworks, in order to foster a just, inclusive, and democratic transition rather than aligning with the dominant logics of finance.

**KEYWORDS.** Impact investing, Inclusive governance, Social impact measurement, Commodification of the commons, Performativity of instruments

Depuis le début des années 2010, l'investissement à impact (II) s'impose comme un instrument visant à concilier performance financière et contribution mesurable à des objectifs sociaux et environnementaux. S'appuyant sur les principes d'intentionnalité, d'additionnalité et de mesurabilité, il couvre des formes variées d'investissement allant du capital-risque à impact à la dette à impact. L'II se déploie dans un champ traversé par des tensions : arbitrage entre objectifs financiers et extra-financiers, standardisation des outils versus contextualisation, risques de « mission drift » ou de « greenwashing », asymétries de gouvernance entre investisseurs et parties prenantes bénéficiaires. L'article analyse également la construction politique et sociale des instruments de mesure d'impact, soulignant leur rôle performatif dans la définition des priorités et l'allocation du capital. À travers une lecture critique, il met en lumière les enjeux éthiques de la marchandisation des biens communs et la financiarisation du vivant, tout en plaidant pour des dispositifs de gouvernance inclusifs et un ancrage contextuel des métriques. En conclusion, l'II ne peut tenir sa promesse transformative que s'il reconfigure ses instruments, ses modes de gouvernance et ses cadres d'évaluation en faveur d'une transition juste et démocratique, plutôt que de s'aligner sur les logiques dominantes de la finance.

Cet article explore les enjeux de l'investissement à impact (II) dans le financement des innovations sociales et environnementales. L'investissement à impact s'impose comme un levier stratégique de transformation sociétale. Toutefois, cette promesse reste conditionnée à une série d'arbitrages critiques sur les outils, les modes de gouvernance, les formes de valeur et les temporalités à l'œuvre. Cet article montre que l'II, loin d'être un espace homogène, constitue un champ de tensions, de négociations et de cadrages concurrents. Le développement de celui-ci conduit à la construction d'une architecture de marché avec de nouvelles méthodes et outils pour valoriser, mesurer l'impact extra financier. Au-delà de sa dimension opérationnelle, cette architecture comporte une dimension politique forte qui doit être travaillée par la sphère académique pour que la finance à impact tienne ses promesses. En effet, si ses ambitions de transformation sociale et environnementale sont réelles, elles sont sans cesse confrontées aux logiques dominantes de rentabilité, de standardisation et de court-termisme. L'enjeu est d'en faire un levier d'émancipation et de réappropriation démocratique des choix d'allocation des ressources, plutôt qu'un simple produit de niche pour investisseurs éclairés. C'est à cette condition qu'il pourra contribuer pleinement à une transition juste, solidaire et soutenable.

## Introduction

Depuis son émergence au tournant des années 2010, l'investissement à impact (II) suscite un intérêt croissant parmi les acteurs de la finance, de l'économie sociale et des politiques publiques. En 2025, les actifs sous gestion se montent environ à 1,5 trillion de dollars américains. Porté par une ambition forte de concilier rendement financier et impact positif sur la société et l'environnement, il s'inscrit dans un contexte de remise en cause des limites du capitalisme financier et des difficultés budgétaires des gouvernements [DUB 25]. Ainsi, ce qui était jadis de l'ordre des initiatives publiques se privatise avec la montée en puissance de la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE) et sa déclinaison financière. À la croisée de la finance durable, de l'innovation sociale, l'II interpelle sur les modes de valorisation, de gouvernance, d'évaluation et d'accompagnement des projets qu'il finance. Derrière la promesse d'une finance éthique et transformatrice se dessinent en toile de fonds de multiples tensions, contradictions et défis qui menacent l'II de se détourner de son ambition initiale.

### 1. Promesse de l'investissement à impact et intérêt du capital-risque à impact comme laboratoire d'analyse

L'II propose de réconcilier performance économique et utilité sociale en finançant des projets porteurs de transformations sociales et environnementales mesurables. Le Global Impact Investing Network (GIIN) définit l'investissement à impact comme un investissement réalisé dans l'intention de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, tout en obtenant un rendement financier. Cette ambition d'alignement entre rendement financier et finalité extra-financière soulève néanmoins une série de tensions : i) entre impératifs de rentabilité financière et extra-financière, ii) entre standardisation des pratiques et des outils de gestion, d'une part, et nécessité de prise en compte de spécificités contextuelles, d'autre part. Trois principes structurants sont mis en avant : l'intentionnalité (la volonté explicite d'atteindre un impact), l'additionnalité (la contribution effective de l'investissement à un changement qui n'aurait pas eu lieu autrement), et la mesurabilité (l'évaluation rigoureuse de cet impact). Cette définition, bien que fondatrice, a fait l'objet de nombreuses reformulations et débats. Ces fondements sont repris dans la littérature académique et institutionnelle [DUB 25] mais de nombreuses confusions demeurent et l'II est souvent confondu avec l'Investissement Socialement responsable (ISR) ou la simple conformité aux critères ESG. Articulé autour de ces trois principes, l'II est plus exigeant. L'intentionnalité désigne la volonté explicite et ex ante de l'investisseur de produire un effet positif à travers son investissement. L'additionnalité implique que cet effet n'aurait pas eu lieu sans l'intervention du financeur, ce qui introduit une exigence de contribution effective. Enfin, la mesurabilité renvoie à la capacité à suivre, quantifier et démontrer cet impact à travers des indicateurs rigoureux. En France, le FIR et France Invest y ont ajouté une exigence d'alignement entre objectifs d'impact et gouvernance des acteurs [FRA 21]. L'II constitue une classe d'actifs rassemblant quatre catégories [YAS 23] :

- i. Les investissements en capital dans des entreprises non cotées, réalisés par des fonds de capital-risque à impact social ou des fonds de capital-investissement à impact. Ces fonds à impact agissent comme des intermédiaires entre les détenteurs d'actifs (également désignés comme Limited Partners ou LPs) et les entreprises financées [CRO 21]. Ils fonctionnent comme des fonds de capital-risque traditionnels. Le capital-risque est une mode de financement de l'innovation radicale de jeunes entreprises [DUB 06]. En apportant des capitaux propres, les fonds à impact deviennent actionnaires d'entreprises innovantes à fort potentiel d'impact social ou environnemental, allant du stade d'amorçage à celui de croissance. Gérés par des gestionnaires spécialisés ou General Partners (GPs), à l'instar des capital-risqueurs traditionnels, les fonds de capital-risque à impact vont au-delà du simple

apport en capital, en proposant mentorat et soutien stratégique pour aider à l'essor des solutions développées par ces entreprises et créer de la valeur actionnariale. Les fonds de capital-risque à impact intègrent les considérations d'impact à toutes les étapes du processus d'investissement, depuis la sélection avant investissement jusqu'au suivi post-cession [HOL 21]. Par exemple, lors de la sortie ou de la vente de leurs participations, ces fonds de capital-risque cherchent non seulement à générer un profit, mais aussi à garantir que la mission durable de l'entreprise sera préservée, soit en influençant les clauses d'accord (comme le maintien du même directeur général ou de la même équipe dirigeante), soit en inscrivant l'entreprise dans une forme juridique susceptible de protéger son orientation durable, comme le statut d'« entreprise à mission » en France ou de Public Benefit Corporation aux États-Unis [ISL 24] ; [LOR 15].

- ii. Les investissements en actions cotées via des fonds indiciels cotés (Exchange-Traded Funds), ou via des fonds communs ou spéculatifs (mutual funds, hedge funds) recourant à l'activisme actionnarial. Cette catégorie regroupe des fonds investissant dans des sociétés cotées en bourse, dans l'objectif d'influencer le comportement des entreprises par le biais du vote par procuration (proxy voting), du dépôt de résolutions d'actionnaires ou de stratégies d'engagement actionnarial [GON 15] ; [KÖL 20]. Cela implique que ces investissements n'ont pas nécessairement à cibler les entreprises ayant les meilleures performances en matière de durabilité [BAR 22]. Les investisseurs de cette catégorie peuvent financer des entreprises considérées comme des « moutons noirs » et exercer une influence sur leurs choix stratégiques et opérationnels afin qu'elles mettent en œuvre des projets ou activités plus vertueux visant à réduire leurs externalités négatives [DIM 15].
- iii. Les investissements directs par des fondations ou des institutions financières de développement. Ces organisations investissent souvent en capital dans des entreprises alignées sur leur mission et apportent généralement une assistance technique similaire à celle des fonds de capital-risque à impact. Cependant, à la différence de ces derniers, qui co-investissent avec d'autres fonds de capital-risque à impact et selon des logiques hybrides, les fondations et les institutions financières de développement s'appuient généralement sur des ressources publiques ou philanthropiques et poursuivent des objectifs de développement plus larges [BRO 13] ; [JAC 12]. Leurs attentes en matière de rendement et leurs pratiques de mesure d'impact peuvent également différer [AGR 21].
- iv. Les investissements à impact sous forme de dette. Contrairement aux trois autres catégories, les investisseurs à impact de cette catégorie apportent des financements sous forme de prêts, souvent à des taux inférieurs à ceux du marché [BA 20] [HA 22] [JA12]. En devenant créanciers, ces investisseurs n'ont pas de droit de vote leur permettant d'influencer les décisions stratégiques et managériales des entreprises financées. Cette approche séduit les investisseurs recherchant un risque plus faible et des rendements réguliers, tout en soutenant des activités à fort impact, comme le logement abordable [YAS 23].

La première catégorie de l'II - les fonds de capital-risque à impact - détient 43 % des actifs gérés par le secteur [DUB 25] [HAN 22]. Elle offre un laboratoire d'analyse particulièrement intéressant pour étudier les problématiques de légitimité et de gouvernance. Tout d'abord, parce qu'elle finance des entreprises en création et dont l'impact extra-financier est au cœur de l'activité, ce qui permet de mieux circonscrire l'impact. De plus, les capital-risqueurs à impact sont des investisseurs *hands on*, ce qui offre un terrain unique d'analyse de l'influence des financiers sur la trajectoire d'impact, la mesure de l'impact extra-financier.

Comment définir l'impact social (ou extra-financier). Première précision : on note un premier raccourci sémantique, l'adjectif 'social' recouvrant parfois à la fois le volet 'social' et 'environnemental'. Les termes 'sociétal' et 'social' sont également utilisés de manière indifférente. L'impact social renvoie à la valeur sociale produite par les organisations [BAS 13]. Le terme « impact social » — qui peut recouper les notions de « création de valeur sociale » [GEN 00] et de « retour social » [CLA 04] — possède de nombreuses définitions et peut également être associé à la notion de « comptabilité sociale ». Il est généralement défini par référence à quatre éléments clés [CLI 14] :

- la valeur créée à la suite d'une activité menée par un acteur;
- la valeur perçue par les bénéficiaires ainsi que par toutes les autres parties affectées;
- un impact qui inclut à la fois des effets positifs et négatifs;
- un impact évalué par rapport à une situation de référence hypothétique, c'est-à-dire ce qui se serait produit en l'absence de l'activité considérée.

Le Groupe d'experts de la Commission européenne sur l'entrepreneuriat social [GEC 14] propose une définition précise en définissant l'impact social comme : « la traduction des résultats sociaux en mesures,

à la fois à court et à long terme, corrigées pour tenir compte des effets imputables à d'autres acteurs (attribution alternative), des effets qui se seraient produits de toute façon (poids mort), des conséquences négatives (déplacement) et de la diminution des effets dans le temps (attrition) » [GEC 14].

## 2. La question de la hiérarchie entre objectif financier et non-financier

L'II est porteur d'espoir pour affronter les défis environnementaux et sociétaux d'aujourd'hui car il permet à la fois de satisfaire l'objectif de rémunération des capitaux apportés pour les investisseurs tout en poursuivant un objectif extra-financier. L'ambition de ce mode de financement est « de faire bouger les lignes » dans le monde financier en rémunérant les capitaux « comme la finance classique » mais « à un niveau inférieur » étant donné l'impact extra-financier positif. Toute la question reste dans l'ampleur de cet effort financier demandé aux investisseurs à impact pour lequel le flou est de mise. Cela renvoie au concept de *willingness to pay for impact* [BAR 21] qui peut se traduire par des rendements financiers allant de niveaux faisant l'objet de concessions de la part des investisseurs aux niveaux de marché [HOC 22]. Les données de [BPI 23] montrent qu'une majorité d'entrepreneurs à impact acceptent de renoncer à une partie du rendement financier. Toutefois, 12 % déclarent encore viser un rendement supérieur à celui du marché traditionnel, ce qui témoigne d'une forte hétérogénéité des profils et des stratégies.

Un des enjeux les plus discutés dans la littérature sur l'II réside précisément dans la hiérarchisation des objectifs. Les arbitrages entre rendement financier et impact extra-financier interrogent les fondements éthiques et politiques de l'II. Deux approches principales coexistent : « *finance first* », qui privilégie la rentabilité en tolérant un impact secondaire, et « *impact first* », qui accepte une moindre performance financière au bénéfice d'un impact plus significatif. Ce dilemme n'est pas purement théorique : il conditionne l'ensemble des dispositifs, depuis les critères de sélection jusqu'à la temporalité des investissements. Les fonds *impact first* privilégient souvent des structures hybrides à forte gouvernance participative, tandis que les fonds *finance first* favorisent des modèles à potentiel de croissance, notamment dans les secteurs de la *green tech*. [HEH 19] montrent que cette hiérarchisation oriente la fabrique des instruments eux-mêmes : plus le rendement est valorisé, plus les dispositifs de mesure standardisée sont imposés. [BAR 21] montrent que les investisseurs acceptent volontairement une performance financière inférieure pour générer un impact positif. Par exemple, ils sont prêts à renoncer à 2,5 % à 3,7 % de rendement pour des fonds à impact, comparativement aux fonds traditionnels. Ainsi, l'arbitrage entre objectifs économiques et finalités sociales constitue moins une contrainte technique qu'un choix politique, à la croisée des représentations de la valeur, des imaginaires économiques et des dispositifs d'évaluation. Les mêmes auteurs [BAR 21], à partir d'un échantillon unique d'investisseurs particuliers à impact, montrent que ceux dont les motivations non financières sont les plus fortes anticipent davantage la surperformance des investissements à impact et la sous-performance des actifs traditionnels (actions, obligations). Après des pertes, ils maintiennent ou renforcent ces attentes, ce qui suggère que les préférences influencent les anticipations et nuancent les conclusions tirées du comportement observé sur la *willingness-to-pay for impact*.

## 3. La question de la rémunération de l'impact extra-financier

Comment mesurer l'impact environnemental et/ou social de l'entreprise financée par l'II ? Qui mesure : l'investisseur, l'entreprise ? Qui décide des outils ? Doivent-ils être standards ou spécifiques et ancrés localement ? L'impact doit-il être monétarisé ? La rémunération des investisseurs doit-elle dépendre de l'atteinte des objectifs d'impact ? Comment mesurer le rendement financier de l'impact extra-financier de l'II ?

Acteur central de la construction de l'architecture du marché de l'investissement à impact [GON 25], le Fonds Européen d'Investissement a développé un modèle – le modèle Gamma - visant à faire référence pour la rémunération des capital-risque à impact. Il s'agit d'une méthode d'implémentation de l'*impact-linked carry* dans les fonds : le versement du *carried interest* aux gestionnaires de fonds n'est déclenché que si des objectifs d'impact social ou environnemental prédéfinis sont atteints, en complément du rendement financier [BAR 25]. Ceci nécessite que les cibles soient définies dès l'investissement avec des indicateurs mesurables et suivis dans le temps. Dans le cadre de son mandat *green tech* (600 millions pour financer une vingtaine de fonds à impact dans l'agriculture et la biotech, l'EIF mène une politique renforcée en exigeant que 30 % du *carry interest* soient liés à des objectifs d'impact, et que les parts non attribuées soient reversées à un tiers autre que les LPs afin de garantir l'intégrité de l'incitation.



## Encadré – Outils de mesure d'impact dans l'Impact Investing

La mesure d'impact constitue un enjeu central de l'investissement à impact. Plusieurs cadres méthodologiques se sont imposés au fil du temps, dont le plus connu est IRIS+, développé par le Global Impact Investing Network (GIIN). IRIS+ propose un catalogue normalisé d'indicateurs permettant aux investisseurs de définir, mesurer et comparer la performance sociale et environnementale de leurs investissements. En voici quelques exemples :

### Environnement

GHG-Emissions : tonnes métriques de CO<sub>2</sub> (ou équivalent) émises.

Energy Generated for Sale : quantité d'énergie renouvelable produite et vendue (en MWh).

Water Saved : volume d'eau économisé par rapport à une ligne de base (en m<sup>3</sup>).

### Éducation

Client Individuals: Total : nombre total de personnes bénéficiant d'un programme éducatif.

Students Completing Training : nombre et pourcentage d'étudiants ayant terminé un programme de formation.

Learner Improvement : variation des scores moyens entre le début et la fin du programme.

### Santé

Patients Served : nombre de patients uniques ayant reçu des soins de santé.

Health Outcomes Improved : pourcentage de patients rapportant une amélioration de leur état de santé.

Health Facility Staff : nombre d'employés (médecins, infirmiers, etc.) dans les structures financées.

### Emploi & Inclusion sociale

Permanent Employees: Total : nombre total d'emplois permanents créés.

Female Employees : pourcentage de femmes dans l'effectif total.

Living Wage Compliance : part des employés recevant au moins un salaire décent.

### Inclusion financière

Clients: Microfinance : nombre de clients de microfinance servis.

Loans Disbursed: Total : montant total des prêts octroyés (USD).

Client Individuals: Low Income : proportion de bénéficiaires issus de ménages à faibles revenus.

Quelques rares tentatives cherchent à monétiser l'impact extra-financier i.e à le traduire en montant monétaire et en l'intégrant dans le calcul du rendement financier classique. Cette perspective s'inscrit dans la perspective de la Blended Value d'[EM 03] qui soutient que toute organisation, qu'elle soit à but lucratif, non lucratif ou hybride, produit en réalité une valeur unique qui combine simultanément des dimensions économiques, sociales et environnementales. Cette approche remet en cause la séparation traditionnelle entre performance financière, impact social et impact environnemental, en affirmant que ces composantes ne constituent pas des sphères distinctes, mais les éléments interdépendants d'une valeur intégrée. Dans cette perspective, la création de valeur ne peut être réduite à un arbitrage entre rentabilité et impact, mais doit être appréhendée comme un processus global où les résultats économiques, sociaux et environnementaux sont intrinsèquement liés. Ce positionnement s'inscrit dans une réflexion plus large sur la nécessité de repenser les outils de mesure et d'évaluation afin de rendre compte de cette valeur intégrée. Emerson plaide ainsi pour des cadres analytiques et méthodologiques capables de saisir, dans une perspective unifiée, les multiples dimensions de la performance organisationnelle. C'est l'objectif du Social Return on Investment (SROI) qui est un outil mesurant la valeur sociale, environnementale créée par un projet ou un investissement, en la rapportant aux ressources mobilisées [LEC 25]. L'enjeu est de transformer en valeur monétaire l'amélioration du bien-être, l'inclusion sociale... La démarche globale consiste à identifier les parties prenantes, recenser les changements générés, leur attribuer une valeur monétaire estimée et comparer cette valeur au coût de l'investissement. Le résultat s'exprime souvent sous forme d'un ratio : par exemple, un SROI de 3 signifie que chaque euro investi génère trois euros de valeur sociale nette. Cet indicateur vise ainsi à guider les décisions, améliorer la transparence et favoriser des investissements à impact positif mesurable.

## 4. La dimension politique de la fabrique de l'II

La logique financière pousse à la promotion de mesures quantitatives (vs. qualitatives) et standards (vs. spécifiques). La construction de ces nouvelles méthodes, de ces nouveaux outils dépasse des questions purement opérationnelles et ont une influence politique sur la façon dont la société s'empare des problématiques liées aux innovations sociales et environnementales. La diffusion de l'II ne peut être

comprise sans prendre en compte la nature des instruments qui l'encadrent : grilles de mesure d'impact, reporting extra-financier etc [DUB 25]. Ces dispositifs ne se contentent pas de capter une réalité ; ils participent activement à la configurer, en rendant visibles certaines dimensions et en occultant d'autres. DES [13] en retraçant l'histoire des statistiques a montré l'impact des mesures, des catégories et des méthodes sur la représentation des individus et des phénomènes sociaux. Sous leur apparente objectivité, les catégories et mesures statistiques relèvent en réalité de constructions sociales de la réalité, reflétant ce qu'une société choisit de voir et la manière dont elle souhaite le voir. Une fois établies, les catégories acquièrent une légitimité et deviennent allant de soi, influençant non seulement les individus mais aussi les institutions. L'un des enjeux majeurs consiste ainsi à questionner la performativité des outils de mesure d'impact, notamment dans leur capacité à orienter ou freiner les formes d'innovation sociale les plus radicales. Cette problématique renvoie à l'architecture même du marché de l'impact. Cette dernière repose sur une convergence d'acteurs hétérogènes qui contribuent à sa légitimation tout en orientant les finalités. Le champ de pouvoir de nature institutionnelle des fonds d'investissement, fondations, banques publiques, agences de notation extra-financière structure la manière dont l'innovation est pensée, évaluée et donc financée. Les outils de mesure, loin d'être neutres, structurent les représentations de la valeur, orientent les décisions d'investissement et participent à la normalisation de certaines formes d'innovation sociale au détriment d'autres. Ainsi, certaines innovations à impact sont davantage valorisées par la sphère financière : celles dont l'impact extra-financier est a priori plus facile à mesurer, avec un horizon de retour sur investissement plus court et qui s'inscrivent dans des logiques de scalabilité et de standardisation. Et ceci en contrepoint, au détriment d'innovations dont l'impact est plus difficile à appréhender et ceteris paribus, davantage ancrées localement. Ceci est susceptible de conduire à un déséquilibre majeur dans l'allocation des capitaux entre la sphère environnementale et la sphère sociale. Les travaux sur la nature d'impact sont beaucoup plus nombreux pour le volet environnemental que pour le volet social [RAW 17] ; [MAS 11]. Au niveau réglementaire, le fait que la réglementation soit plus développée sur le volet environnemental que sur le volet social est également symptomatique. Alors que la taxonomie verte existe, la définition de la taxonomie sociale a été reportée sine die. La taxonomie sociale est un projet de l'Union Européenne (UE) qui a été annoncé en mars 2021 par la Commission européenne. L'objectif est d'identifier des activités économiques qui contribuent à des critères sociaux comme la réduction de la pauvreté ou l'amélioration de l'éducation et de la santé. Le 28 février 2022, un rapport de la Platform on Sustainable Finance a été publié sur la structure de la taxonomie sociale plutôt que sur les critères techniques. Mais depuis rien n'a avancé et le projet est reporté sine die. La mise en place de la taxonomie sociale se heurte à plusieurs obstacles, conduisant la Commission européenne à privilégier, dans l'immédiat, le développement de la taxonomie environnementale. Alors que, dans le domaine climatique, un corpus substantiel de recherches académiques confère une assise scientifique solide aux initiatives réglementaires, un cadre conceptuel et méthodologique équivalent fait défaut pour les objectifs sociaux. Cette lacune affaiblit la crédibilité du projet et accentue les divisions entre parties prenantes. L'exemple du débat autour de l'exclusion du secteur de la défense de la taxonomie sociale illustre cette complexité. Ce point a suscité de vives discussions entre juristes, organisations non gouvernementales et acteurs industriels. Fortement politisé, le débat s'inscrit dans le contexte géopolitique de la guerre en Ukraine et met en évidence la difficulté de préserver une approche impartiale lorsque des enjeux sociaux doivent être normés. Enfin, la diversité des contextes nationaux en matière sociale complique l'élaboration de règles perçues comme légitimes à l'échelle de l'Union européenne. Enfin, le volume accru d'obligations de reporting ainsi que la complexité opérationnelle inhérente à la mise en œuvre constituent deux freins supplémentaires majeurs au déploiement effectif de la taxonomie sociale.

L'approche des valuation studies offre un cadre prometteur pour analyser comment la valeur sociale et environnementale est construite, mesurée et légitimée dans le cadre de l'II [LA 12]; [KJE 13]. Elle éclaire les processus par lesquels des indicateurs d'impact sont choisis, négociés et adoptés par les acteurs, révélant que ces choix reposent sur des conventions [BOL 06]. Cette perspective permettrait d'analyser les tensions entre valeur financière et valeur extra-financière, et comment elles sont arbitrées dans la pratique. En montrant que la valeur est un produit de dispositifs techniques (scores, certifications, rapports) et d'interactions sociales (réunions, partenariats, débats), les valuation studies permettraient d'interroger la robustesse et la légitimité des métriques utilisées et d'identification des biais, omissions ou simplifications qui peuvent orienter la perception de l'impact réel.

## 5. Le danger de découplages « politique-pratique » et « moyens-fins »

Dans le cadre de la théorie institutionnelle, le découplage désigne une « déconnexion entre les structures organisationnelles qui renforcent la légitimité et les pratiques organisationnelles considérées au sein de l'organisation comme étant techniquement efficaces » [BOX 08, p. 90]. Appliqué à l'investissement à impact, ce phénomène peut se manifester à deux niveaux [BRO 12] : au niveau « politique-pratique » et au niveau « moyens-fins ». Premièrement, le découplage politique-pratique correspond à une adoption

essentiellement symbolique de politiques ou de procédures, sans mise en œuvre effective. Par exemple, un fonds d'investissement à impact peut communiquer sur un alignement sur les Objectifs de Développement Durable (ODD) et revendiquer un « suivi rigoureux » des impacts, alors que dans les faits, aucun indicateur précis n'est collecté ou suivi, et aucun audit externe n'est réalisé. La référence aux standards d'impact relève dans ce cas d'une logique cérémonielle visant à rassurer investisseurs et régulateurs, mais n'entraîne pas de changement substantiel dans les pratiques. Cette dérive est identifiée sous la terminologie de *greenwashing* ou d'*impact washing* et de *dérive de mission* (*mission-drift*). Ce dernier désigne la tendance d'une organisation ou d'un fonds d'investissement à s'écarter de ses objectifs sociaux ou environnementaux initiaux au profit de priorités économiques ou financières. Ce phénomène est particulièrement étudié dans le champ de la microfinance. Ainsi, [ARM 07] montrent que certaines institutions de microfinance qui, après avoir attiré des capitaux privés, augmentent les taux d'intérêt appliqués aux emprunteurs les plus vulnérables, compromettant ainsi leur objectif initial d'inclusion financière. Dans le contexte de l'investissement à impact, le *mission drift* peut se manifester de plusieurs manières. Premièrement, cela se traduit par la sélection de projets moins ambitieux socialement mais plus rentables financièrement. Deuxièmement, cela se concrétise par la réduction des indicateurs d'impact ou adoption de métriques plus facilement atteignables, afin d'améliorer la performance apparente. Troisièmement, cela passe par la modification de la clientèle cible : par exemple, un fonds destiné aux entrepreneurs sociaux à faibles revenus peut progressivement viser des entreprises plus solvables pour améliorer son profil de risque. Les causes de ce phénomène sont multifactorielles : pressions des investisseurs associées aux contraintes de croissance des organisations et aux normes institutionnelles privilégiant les logiques de marché au détriment de la finalité sociale [BAT 10].

Deuxièmement, le découplage moyens-fins se produit lorsque les politiques d'impact sont effectivement mises en œuvre, mais que le lien avec les résultats recherchés reste incertain. Par exemple, un gestionnaire d'actifs identifie et met en œuvre des mesures visant à évaluer quantitativement l'impact extra-financier, mais les indicateurs choisis mesurent surtout les moyens ou *outputs* (ex. : nombre de bénéficiaires touchés, montant des prêts accordés) plutôt que les résultats ou *outcomes* (ex. : amélioration durable du niveau de vie, réduction effective des émissions de CO<sub>2</sub>). Ce découplage, souvent involontaire, peut résulter de la difficulté méthodologique à attribuer des effets à l'investissement ou des tensions entre logiques institutionnelles (par exemple, pression de rendement financier versus ambition d'impact social). En résumé, dans l'investissement à impact, le découplage peut traduire soit une distance stratégique (engagement de façade), soit une fracture opérationnelle (mise en œuvre réelle mais déconnectée des effets recherchés). Comprendre cette distinction est crucial pour concevoir des dispositifs de gouvernance et de mesure qui réduisent l'écart entre discours, moyens et résultats.

## 6. Un nécessaire élargissement de la gouvernance des fonds d'impact aux parties prenantes vulnérables

La question de la gouvernance des fonds d'impact est centrale pour évaluer la portée transformative de l'II. Les véhicules d'investissement sont souvent conçus selon une logique descendante, où les investisseurs gardent un pouvoir décisionnel majeur, y compris sur la définition de l'impact. Le concept de *stakeholder* (partie prenante), développé par [FRE 84], encourage les entreprises à se concentrer non seulement sur les intérêts des actionnaires, mais aussi sur ceux des autres parties prenantes : employés, clients, etc. La recherche a analysé la gouvernance par les parties prenantes dans divers contextes, en s'appuyant sur l'idée centrale selon laquelle toutes les parties prenantes devraient avoir voix au chapitre dans les conseils d'administration des organisations [ROL 08]. Cette approche est attrayante en ce qu'elle est « fondée sur des relations de coopération ainsi que sur des responsabilités mutuelles et partagées » [CI 19, p. 40]. La promotion de processus de concertation réunissant des parties prenantes qui ne se rencontrent généralement pas [MA 14] ; [SV 05] est particulièrement pertinente lorsqu'il s'agit « d'organiser la résolution de problèmes sociaux complexes » [DO 05, p. 390]. Étudier la place, le rôle et le pouvoir des parties prenantes au sein des fonds d'impact et de leurs entreprises en portefeuille offre une occasion fondamentale d'examiner comment la finance durable pourrait être rendue plus efficace [DUB 25]. [CA 22] proposent de « bousculer » les parties prenantes et de « donner la parole » à une catégorie importante : les parties prenantes dites « vulnérables », c'est-à-dire les acteurs ou organisations que les fonds et entreprises à impact ciblent afin de générer un impact positif dans la société et sur l'environnement. Certaines initiatives proposent de repenser cette gouvernance en intégrant les parties prenantes bénéficiaires dans les comités d'investissement, voire en leur octroyant un droit de veto ou un pouvoir de co-construction. C'est le cas par exemple de certains fonds solidaires ou de perma-entreprises, qui expérimentent des formes d'actionnariat citoyen, de délibération collégiale ou d'évaluation partagée de l'impact. Ces modèles se fondent sur une critique de la dissociation entre financeurs et bénéficiaires, et cherchent à réconcilier finance et démocratie économique. Selon [CA 22], l'intégration des parties prenantes vulnérables dépasse le cadre des fonds d'investissement et devrait concerner l'ensemble des acteurs du secteur. La légitimité de ce champ serait renforcée grâce aux connaissances spécifiques



diffusées par ces parties prenantes vulnérables. Les modèles de gouvernance participative visent à inclure diverses parties prenantes - bénéficiaires, communautés locales, investisseurs institutionnels, ONG - dans les processus décisionnels. Leur intérêt principal est de renforcer la transparence, l'appropriation locale des projets, et l'alignement entre objectifs financiers et sociétaux. Ces modèles peuvent se traduire par des comités consultatifs, des mécanismes de retours d'information, ou par l'intégration systématique des bénéficiaires ultimes dans la gouvernance. Le guide FAIR insiste sur cette dimension en soulignant que l'accompagnement ne peut être réduit à un simple appui à la gouvernance ou au suivi budgétaire. Il inclut des formes de tutorat, de mentorat, de mise en réseau, ainsi qu'un accès à des expertises sectorielles ou territoriales. Cette approche holistique permet d'adapter les objectifs d'impact aux réalités de terrain, et de maintenir la cohérence entre mission sociale et modèle économique. Par exemple, le fonds Ring Capital a mis en œuvre une stratégie d'accompagnement post-investissement particulièrement structurée, illustrée par son partenariat avec des entreprises à forte vocation sociale dans le secteur de l'économie circulaire. Ce processus inclut la co-construction d'indicateurs d'impact, des séances régulières de mentoring avec les fondateurs, et une intégration étroite des parties prenantes dans les décisions stratégiques. L'objectif est de renforcer l'autonomie stratégique des structures financées, tout en assurant une cohérence entre impact visé et performance opérationnelle. Ce type d'accompagnement permet d'éviter la standardisation des pratiques d'impact et favorise une gouvernance adaptative. Il ouvre la voie à des dispositifs de codécision ou de représentation élargie, notamment par l'intégration de bénéficiaires ou d'experts citoyens dans les comités stratégiques. En cela, il participe à la démocratisation des processus d'investissement, dans une logique de communs et de justice sociale. Ainsi, les modalités d'accompagnement et les mécanismes de gouvernance participative sont indissociables des ambitions d'impact. Ils conditionnent la capacité des projets à tenir leur promesse de transformation sociale, au-delà de la seule logique financière. Cependant, ces systèmes peuvent accroître la complexité opérationnelle, les coûts transactionnels, et ralentir la prise de décision, nécessitant un équilibre délicat entre inclusion et efficacité. De futures recherches devraient explorer comment les parties prenantes vulnérables pourraient être intégrées aux autres niveaux du flux d'investissement : fonds à impact, entreprises durables, associations d'investisseurs, etc. Au-delà des principes, la gouvernance doit aussi être pensée dans ses modalités concrètes : règles de répartition de la valeur, transparence des processus, redevabilité envers les communautés concernées. L'intégration de critères de gouvernance inclusive dans les référentiels d'impact constitue un premier pas, mais reste souvent symbolique. Il s'agit désormais de documenter les expérimentations concrètes, d'en évaluer les effets et d'en tirer des enseignements transférables. Ces recherches pourraient s'appuyer sur des cas expérimentaux et originaux afin de produire de nouvelles connaissances sur la gouvernance des fonds à impact et de favoriser la généralisation de ce type de cas.

## 7. Enjeux éthiques et sociopolitiques de la marchandisation de la nature et de la justice sociale

L'introduction de logiques de marché dans des domaines historiquement considérés comme relevant du bien public et/ou commun tels que l'accès à la nature, à la culture, à l'éducation ou à la justice sociale soulève des enjeux majeurs tant sur le plan éthique que sur celui de la redistribution des pouvoirs entre sphère publique et sphère privée. La problématique peut se formuler ainsi : comment la pénétration de mécanismes marchands et financiers dans la gestion des biens communs reconfigure-t-elle les conditions d'accès et les modes de gouvernance, et avec quelles conséquences distributives et démocratiques ? L'hypothèse centrale est que la marchandisation des biens communs se déploie à travers des dispositifs juridiques, comptables et financiers -droits de propriété, prix, métriques d'impact - qui tendent à déplacer le pouvoir de décision vers des acteurs privés, à affaiblir les mécanismes collectifs.

Pour [BOI 22], la finance verte reste un concept flou, défini ici par une aspiration militante, là par le succès d'une pratique particulière, là encore par un agenda réglementaire. Elle peut être analysée sous l'angle de la marchandisation de la nature [TOR 21]. Selon cette perspective, ce qui est présenté comme une transition écologique - la bioéconomie, les biocarburants, la valorisation des services écosystémiques (pollinisation, séquestration du carbone, etc.) - ne fait que prolonger le système capitaliste à l'origine de la destruction écologique pour perpétuer les mécanismes de valorisation du capital, sans remettre en cause les causes profondes de la crise écologique. Les risques sociaux et environnementaux ne sont des risques que dans la mesure où ils ont un impact sur la réputation des entreprises et sont susceptibles de faire baisser leur valeur actionnariale. Les différents outils de la finance verte ne font pas disparaître les risques mais ne font que les transférer d'une classe d'agents à une autre et il faut toujours quelqu'un en bout de chaîne pour les assumer.

Les approches de type acteur-réseau [CAL 98] permettent d'expliquer comment le développement du marché de l'II résulte non seulement de la création et la diffusion de dispositifs et de métriques rendant certaines choses « calculables » et échangeables, mais aussi de l'action conjointe et située d'acteurs



hétérogènes – investisseurs, entrepreneurs, intermédiaires, régulateurs – dont les interactions, négociations et traductions mutuelles contribuent à stabiliser des cadres cognitifs, à aligner des intérêts divergents et à légitimer de nouvelles formes de valeur et de performance. Cette grille théorique éclaire le transfert de souveraineté et le pouvoir de cadrage : la gestion de ressources appartenant historiquement à la sphère publique - où l'égalité des voix est garantie par la délibération démocratique - se déplace vers la sphère privée, où dominent les droits de propriété et l'allocation du capital. Cette mutation s'opère à travers des instruments comme les contrats de délégation, les partenariats public-privé, les normes comptables, les métriques d'impact ou encore les droits négociables sur le carbone ou la biodiversité. Le résultat est souvent la priorisation de projets susceptibles de générer un retour mesurable et rentable, au détriment de besoins moins quantifiables. Un autre mécanisme réside dans la financiarisation du vivant et des services collectifs. La titrisation et la création d'actifs environnementaux - crédits carbone, crédits biodiversité, assurances paramétriques - inscrivent la protection des ressources dans des portefeuilles soumis aux cycles de marché. Cette logique peut conduire à une instabilité du financement, voire à la substitution des politiques publiques par des instruments financiers dépendants de la rentabilité attendue.

## Conclusion

À l'issue de cette exploration critique, il apparaît que l'II ne saurait être réduit à une ingénierie financière vertueuse. Il constitue un champ de tensions, de compromis et de luttes de sens, où se rejoue la définition même de la valeur dans l'économie contemporaine. Si ses ambitions de transformation sociale et environnementale sont réelles, elles sont sans cesse confrontées aux logiques dominantes de rentabilité, de standardisation et de court-termisme. Les indicateurs d'impact, les matrices logiques et les grilles d'évaluation transforment l'action en résultats observables, quantifiables, échangeables. Ce processus d'abstraction technique peut conduire à une mise en conformité de l'innovation aux normes de la finance, plutôt qu'à une transformation des logiques financières elles-mêmes. Ces constats invitent à reconsidérer le rôle politique de la mesure d'impact : qui décide des critères ? qui en porte le coût ? Quels effets d'éviction induisent-ils ? Quelle place est accordée à l'expertise citoyenne, à la délibération, aux communs ?

Pour dépasser ces tensions, plusieurs pistes émergent. D'abord, une reconfiguration des instruments de mesure s'impose, afin de rendre compte de la diversité des impacts et de préserver leur ancrage contextuel. Cela suppose de renforcer les dynamiques de co-construction avec les parties prenantes, et de reconnaître la valeur des approches qualitatives, narratives et délibératives. La gouvernance constitue un levier clé pour dépasser les limites actuelles de l'II : elle permet de reconfigurer les rapports de pouvoir, de légitimer les objectifs d'impact et de rendre les dispositifs d'investissement plus robustes face aux défis systémiques qu'ils prétendent adresser.

Un agenda de recherche interdisciplinaire est nécessaire pour analyser les effets performatifs des instruments, documenter les pratiques de gouvernance inclusive, et évaluer l'efficacité des dispositifs d'accompagnement. Les perspectives issues de la sociologie économique, de la comptabilité critique, de la théorie néo-institutionnelle peuvent nourrir une compréhension plus fine et plus engagée du champ.

À partir de ces constats, plusieurs axes de recherche apparaissent comme prioritaires :

- étudier les effets performatifs des outils d'impact sur les trajectoires d'innovation,
- documenter les modèles d'accompagnement ancrés dans les territoires, et leur articulation avec les dispositifs financiers classiques.
- explorer les formes de gouvernance inclusive dans les fonds à impact, et en évaluer les effets sur la distribution du pouvoir et de la valeur.
- analyser les dynamiques de sortie d'investissement dans les projets à impact, enjeu souvent négligé mais crucial pour la viabilité à long terme des organisations financées.
- évaluer les effets de la co-construction des indicateurs d'impact avec les bénéficiaires, et leur contribution à une réappropriation des finalités sociales de l'investissement.

En somme, il ne s'agit ni de considérer l'II comme la panacée ni de le rejeter en bloc, mais d'en faire un levier d'émancipation et de réappropriation démocratique des choix d'allocation des ressources financières, plutôt qu'un simple produit de niche pour investisseurs éclairés. En effet, c'est seulement à cette condition qu'il pourra contribuer pleinement à une transition juste, solidaire et soutenable.

## Bibliographie

- [AGR 21] AGRAWAL A., HOCKERTS K., « Impact investing: Review and research agenda », *Journal of Small Business & Entrepreneurship*, vol. 33, n°2, p. 153-181, 2021.
- [ARM 07] ARMENDÁRIZ B., MORDUCH J., *The Economics of Microfinance*, 2<sup>e</sup> éd., MIT Press, Cambridge, 2007.
- [BAR 21] BARBER B., MORSE A., YASUDA A., « Impact Investing », *Journal of Financial Economics*, vol. 139, 2021.
- [BAR 22] BARKO T., CREMERS M., RENNEBOOG L., « Shareholder Engagement on Environmental, Social, and Governance Performance », *Journal of Business Ethics*, vol. 180, p. 777–812, 2022.
- [BAR 25] BARNETO P., DUBOCAGE E., GIRARD-GUERRAUD C., RANNOU Y., SERRET V., *Finance décarbonée pour une économie durable*, coll. FNEGE, EMS Editions, 2025.
- [BAS 20] BASS R., DITHRICH H., SUNDERJI S., NOVA N., *The State of Impact Measurement and Management Practice*, Global Impact Investing Network, New York, 2020.
- [BAS 13] BASSI A., « How to measure the intangible? Towards a system of indicators (S.A.V.E.) for the measurement of the performance of social enterprises », dans FRANZ H.-W., HOWALDT J., HOCHGERNER J. (dir.), *Challenge Social Innovation. Potentials for Business, Social Entrepreneurship, Welfare and Civil Society*, Springer, Berlin, p. 326, 2013.
- [BAT 10] BATTILANA J., DORADO S., « Building sustainable hybrid organizations: The case of commercial microfinance organizations », *Academy of Management Journal*, vol. 53, n°6, p. 1419–1440, 2010.
- [BOI 22] BOISSINOT A., *La finance à impact : promesses et limites*, Dunod, Paris, 2022.
- [BOL 06] BOLTANSKI L., THÉVENOT L., *On justification: Economies of worth*, Princeton University Press, Princeton, 2006.
- [BOR 13] BREST P., BORN K., « When Can Impact Investing Create Real Impact? », *Stanford Social Innovation Review*, vol. 11, n°4, p. 22–31, 2013.
- [BOX 08] BOXENBAUM E., JONSSON S., « Isomorphism, Diffusion and Decoupling », dans GREENWOOD R., OLIVER C., SAHLIN K., SUDDABY R. (dir.), *The SAGE Handbook of Organizational Institutionalism*, SAGE, Londres, p. 78-98, 2008.
- [BRO 12] BROMLEY P., POWELL W., « From Smoke and Mirrors to Walking the Talk: Decoupling in the Contemporary World », *The Academy of Management Annals*, vol. 6, p. 483-530, 2012.
- [CAL 98] CALLON M., « Introduction: The Embeddedness of Economic Markets in Economics », *The Sociological Review*, vol. 46, n°1, p. 1-57, 1998.
- [CAS 22] CASASNOVAS G., JONES J., « Who Has a Seat at the Table in Impact Investing? Addressing Inequality by Giving Voice », *Journal of Business Ethics*, vol. 179, p. 951–969, 2022.
- [CIV 19] CIVERA C., FREEMAN R. E., « Stakeholder Relationships and Responsibilities: A New Perspective », *Symphonya. Emerging Issues in Management*, n°1, p. 40–58, 2019.
- [CLA 04] CLARK C., ROSENZWEIG W., LONG D., OLSEN S., « Assessing social impact in double bottom line ventures », *Double Bottom Line Project Report*, 2004.
- [CLI 14] CLIFFORD J., « Proposed approaches to social impact measurement in European Commission legislation and in practice relatifn to Eusefs and the Est », GECES sub group on impact measurement, Publications Office, 2014.
- [CRO 21] CROCE A., UGHETTO E., SCELLATO G., FONTANA F., « Social impact venture capital investing: an explorative study », *Venture Capital*, vol. 23, n°4, p. 345-369, 2021.
- [DES 10] DESROSIÈRES A., *La politique des grands nombres : Histoire de la raison statistique*, La Découverte, Paris, 2010.
- [DIM 15] DIMSON E., KARAKAŞ O., LI X., « Active Ownership », *The Review of Financial Studies*, vol. 28, n°12, p. 3225–3268, 2015.
- [DOR 05] DORADO S., « Institutional Entrepreneurship, Partaking, and Convening », *Organization Studies*, vol. 26, n°3, p. 385–414, 2005.
- [DUB 25a] DUBOCAGE E., GONZALEZ J., *A plea for impact, the integration of vulnerable stakeholders, and an interdisciplinary research agenda*, Routledge, Londres, 2025.
- [DUB 06] DUBOCAGE E., RIVAUD-DANSET D., *Le capital-risque*, La Découverte, Paris, 2006.

- [DUB 25b] DUBOCAGE E., ROUSSELET M., SATTIN J., « De l'impact de l'innovation à l'investissement à impact », *Innovations*, vol. 75, n°3, p. 5-31, 2025.
- [EME 03] EMERSON J., « The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns », *California Management Review*, 2003.
- [FRA 21] FRANCE INVEST, FORUM POUR L'INVESTISSEMENT RESPONSABLE, *Guide de l'investissement à impact*, 2021.
- [GEC 14] GECES, *Proposed Approaches to Social Impact Measurement in European Commission Legislation and Practice*, European Commission, Bruxelles, 2014.
- [GEN 00] GENTILE M.-C., « Social impact management, a definition », *Discussion Paper II Aspen ISIB*, The Aspen Institute, 2000.
- [GON 25] GONZALEZ J., « Structuration de l'Investissement à Impact : Infrastructures de Marché, Identité Collective et Sorties de Capital à Orientation Durable », *Thèse de doctorat, Université Paris-Est Créteil*, 2025.
- [GOO 15] GOODMAN J., ARENAS D., « Engaging Ethically: A Discourse Ethics Perspective on Social Shareholder Engagement », *Business Ethics Quarterly*, vol. 25, n°2, p. 163-189, 2015.
- [HAN 22] HAND D., RINGEL B., DANIEL A., *Sizing the Impact Investing Market: 2022*, Global Impact Investing Network (GIIN), New York, 2022.
- [HEH 19] HEHENBERGER L., MAIR J., METZ A., « The assembly of a field ideology: An idea-centric perspective on systemic power in impact investing », *Academy of Management Journal*, vol. 62, n°6, p. 1672-1704, 2019.
- [HOL 21] HOLTSLAG M., CHEVROLIER N., NIJHOF A., « Impact investing and sustainable market transformations: the role of venture capital funds », *Business Ethics, the Environment & Responsibility*, vol. 30, n°4, p. 522-537, 2021.
- [ISL 24] ISLAM S., AKROYD C., « Control strategies for impactful exits in impact private equity firms », *Accounting and Finance*, vol. 64, n°4, p. 3419-3442, 2024.
- [JAC 12] JACKSON E., HARJI K., *Unlocking Capital, Activating a Movement: Strategic Assessment of Rockefeller Foundation's Impact Investing Initiative*, 2012.
- [KJE 07] KJELLBERG H., HELGESSON C.-F., « On the nature of markets and their practices », *Marketing Theory*, vol. 7, n°2, p. 137-162, 2007.
- [KJE 13] KJELLBERG H., MALLARD A., ARJALIÈS D.-L., ASPERS P., BELJEAN S., BIDEAUX A., CORSIN A. et al., « Valuation Studies? Our Collective Two Cents », *Valuation Studies*, vol. 1, p. 11-30, 2013.
- [KÖL 20] KÖLBEL J., HEEB F., PAETZOLD F., BUSCH T., « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact », *Organization & Environment*, 2020.
- [KÖL 25] KÖLBEL J. F., HEEB F., PAETZOLD F., BUSCH T., « Can Sustainable Investing Save the World? Reviewing the Mechanisms of Investor Impact », *Organization & Environment*, à paraître, 2025.
- [LAM 12] LAMONT M., « Toward a Comparative Sociology of Valuation and Evaluation », *Annual Review of Sociology*, vol. 38, p. 201-221, 2012.
- [LEC 25] LECLERC M., SIBIEUDE T., *La mesure d'impact : intégrer l'impact social et environnemental dans sa performance économique*, Dunod, Paris, 2025.
- [LOR 15] LORTIE J., « Social entrepreneurship: Testing the boundaries of knowledge », *Journal of Business Venturing Insights*, vol. 4, p. 1-3, 2015.
- [MAI 14] MAIR J., HEHENBERGER L., « Front-stage and backstage convening: The transition from opposition to mutualistic coexistence in organizational philanthropy », *Academy of Management Journal*, vol. 57, n°4, p. 1174-1200, 2014.
- [MAS 11] MASS J., LIKET K., « Talking About the Social Impact of Nonprofits », *California Management Review*, vol. 54, n°4, p. 29-49, 2011.
- [OCDE 19] OCDE, *Social Impact Investment 2019: The Impact Imperative for Sustainable Development*, OECD Publishing, Paris, 2019.
- [RAW 17] RAWHOUSER H., CUMMINGS M., NEWBERT S., « Social Impact Measurement: Current Approaches and Future Directions for Social Entrepreneurship Research », *Entrepreneurship Theory and Practice*, vol. 43, n°1, 2017.
- [RAW 19] RAWHOUSER H., NEWBERT S., « Social Impact Measurement: Current Approaches and Future Directions for Social Entrepreneurship Research », *Entrepreneurship: Theory and Practice*, vol. 43, p. 82-115, 2019.
- [ROL 08] ROLOFF J., « Learning from Multi-Stakeholder Networks: Issue-Focused Stakeholder Management », *Journal of Business Ethics*, vol. 82, p. 233-250, 2008.

[SVE 05] SVENDSEN A., LABERGE M., « Convening Stakeholders: A New Way of Thinking, Being and Engaging », *Journal of Corporate Citizenship*, vol. 19, p. 91-104, 2005.

[TOR 21] TORDJMAN H., *La croissance verte contre la nature*, La Découverte, Paris, 2021.

[YAS 23] YASUDA A., « Impact Investing », dans *The Palgrave Encyclopedia of Private Equity*, Springer, 2023.