



HAL
open science

Organisation d'une émission obligataire socialement responsable : la perception du gestionnaire d'actifs

Yasser Mayssour

► To cite this version:

Yasser Mayssour. Organisation d'une émission obligataire socialement responsable : la perception du gestionnaire d'actifs. Gestion et management. Université de Bretagne occidentale - Brest, 2018. Français. NNT : 2018BRES0051 . tel-02060306

HAL Id: tel-02060306

<https://theses.hal.science/tel-02060306v1>

Submitted on 7 Mar 2019

HAL is a multi-disciplinary open access archive for the deposit and dissemination of scientific research documents, whether they are published or not. The documents may come from teaching and research institutions in France or abroad, or from public or private research centers.

L'archive ouverte pluridisciplinaire **HAL**, est destinée au dépôt et à la diffusion de documents scientifiques de niveau recherche, publiés ou non, émanant des établissements d'enseignement et de recherche français ou étrangers, des laboratoires publics ou privés.

THESE DE DOCTORAT DE

L'UNIVERSITE
DE BRETAGNE OCCIDENTALE
COMUE UNIVERSITE BRETAGNE LOIRE

ECOLE DOCTORALE N° 597

Sciences Economiques et sciences De Gestion

Spécialité : « *Sciences de gestion* »

Par

Yasser MAYSSOUR

Organisation d'une émission obligataire socialement responsable: la perception du gestionnaire d'actifs

Thèse présentée et soutenue à Brest, le 17 octobre 2018

Unité de recherche : EA 2652 – Laboratoire d'Economie et de Gestion de l'Ouest

Rapporteurs avant soutenance :

Hubert TONDEUR	Professeur des Universités, Université de Lille 1
Erwan LE SAOUT	Maître de conférences – HDR Université Paris 1 Panthéon- Sorbonne

Composition du Jury :

Jean François NGOK	Professeur agrégé en Sciences de gestion, Université de Douala
Kristen CADIOU	Maître de conférences IAE de Bretagne Occidentale
Président du Jury Hubert TONDEUR	Professeur des Universités, Université de Lille 1
Erwan LE SAOUT	Maître de conférences – HDR Université Paris1 Panthéon-Sorbonne
Directeur de thèse Christian CADIOU	Professeur agrégé des universités Université de Bretagne Occidentale
Co-directeur de thèse Jean MOUSSAVOU	Docteur-HDR en Sciences de gestion Brest Business School

Remerciements

Par mes remerciements, je souhaite m'adresser à toutes les personnes qui m'ont soutenu et accompagné tout au long de ce travail doctoral. En premier lieu, je remercie très sincèrement mes deux directeurs de thèse. Le Professeur Christian CADIOU, pour sa confiance, son soutien et ses encouragements. Le Professeur Jean MOUSSAVOU, pour ses conseils, sa bonne humeur et ses encouragements. J'ai apprécié la qualité de nos échanges et la qualité humaine qui s'est créée entre nous tout au long de ce travail doctoral.

Je suis très reconnaissant aux membres du jury. C'est un honneur pour moi de leur soumettre ce travail pour appréciation.

Je tiens à adresser ma profonde reconnaissance et remerciements à mes parents, à qui je dédie ce travail doctoral, pour leur soutien et leur encouragement. Merci d'avoir cru en moi, merci de m'avoir soutenu même en étant loin, merci de votre amour, merci de vos encouragements.

Je remercie ma femme qui m'a apporté beaucoup de belles choses dans ma vie et qui m'a encouragé et cru en moi.

Je tiens à remercier toutes les personnes qui ont participé aux diverses collecte de données ; les personnes qui m'ont ouvert leur porte lors des entretiens exploratoires et celles qui ont répondu au questionnaire. Mr Morgan Carval, Mr Maingain, Mme Cadalen ainsi que toute l'équipe de Federal Finance. Je remercie également les personnes qui ont joué le rôle d'intermédiaire, notamment les membres du Forum pour l'Investissement Responsable et de l'Association Française de la Gestion Financière pour avoir accepté de diffuser notre questionnaire lors de la semaine de la finance auprès des gérants de fonds ISR.

Je remercie également tous les doctorants pour les bons moments passés ensemble, les moments joyeux ainsi que les moments durs. Mes pensées vont à tous mes amis que j'ai rencontré lors de cette aventure, leur présence et leur soutien n'ont pas de prix.

Enfin, un grand merci à Cécile Morinière, à Véronique Ziegler, Tiphaine Leberre, Yann Regnard, Anne Prigent Simonin, Marie Launay et à toutes les personnes avec qui j'ai eu l'occasion de travailler et qui m'ont apporté beaucoup de bonnes choses dans ma vie. J'aspire à ce qu'un nouveau voyage débute et soit tout aussi riche et plein de rencontre que celui-là.

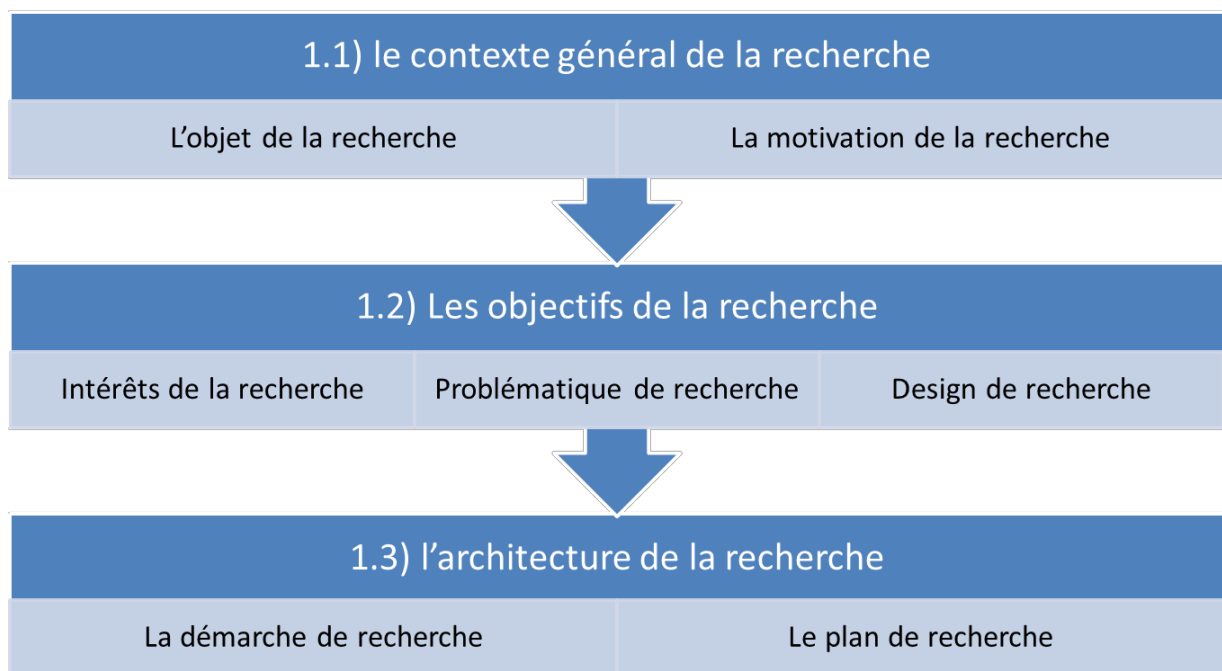
SOMMAIRE

SOMMAIRE	1
INTRODUCTION.....	3
CHAPITRE PRELIMINAIRE :	20
TITRE 1 : LA COMPARAISON DE DEUX EMISSIONS OBLIGATAIRES PIONNIERES	38
CHAPITRE 1 : ETUDE DE L'ORGANISATION DES DEUX EMISSIONS OBLIGATAIRES SOCIALEMENT RESPONSABLES	41
CHAPITRE 2 : L'AFFIRMATION DE LA PROBLEMATIQUE.....	104
TITRE 2 : L'ETUDE DE L'APPETENCE DES INVESTISSEURS	134
CHAPITRE 1 : LE CHOIX DE LA METHODE QUANTITATIVE.....	138
CHAPITRE 2 : RESULTATS DE RECHERCHE ET DISCUSSION	149
CONCLUSION GENERALE :	203
BIBLIOGRAPHIE :	209
TABLES DES ANNEXES :	222

Introduction générale

Ce chapitre introductif sera consacré à la présentation du contexte général de la recherche, les objectifs de la recherche, le design de recherche et les choix méthodologiques.

Pour traiter le phénomène étudié, notre introduction sera structurée en trois temps. Dans un premier temps, nous présentons le contexte général de la recherche qui nous a permis de délimiter notre cadre de recherche et les raisons qui nous ont motivées à choisir ce sujet (1.1). Dans un second temps, nous présentons brièvement le champ d'application de notre travail de recherche. Ce cheminement théorique nous a permis de définir notre cadre conceptuel et notre posture épistémologique, pour faire ressortir ensuite les objectifs de notre travail de recherche (1.2). Dans un troisième temps, nous présentons l'architecture de la recherche qui nous a permis d'éclaircir notre approche empirique et théorique pour ainsi définir le plan de notre travail doctoral (1.3). La figure ci-dessous récapitule la structuration de notre introduction générale.



« L'étude de l'innovation impose ainsi ses propres contraintes reliées au nombre et à la qualité. L'arrangement innovateur est souvent difficile à repérer dès ses premiers stades de développement et finit souvent par se distinguer lorsqu'il est réalisé, par son succès ou son échec retentissant ou encore, son efficacité particulière ».

(Andrée De Serres, 2006)

D'après (Djama, Dumas, Martinez, 2014), « les entreprises engagées dans une activité d'innovation sont associées à une forte incertitude quant aux résultats et avantages économiques futurs générés par cette activité ».

Holmstrom (1989)

1.1 Le contexte général de la recherche :

« Les entreprises sont de plus en plus nombreuses à adopter des codes de bonne conduite, à publier des rapports de leurs résultats dans le domaine social et environnemental, à nommer du personnel de direction spécifiquement responsable de la RSE¹ et à adhérer à des réseaux sociaux d'entreprises en vue de partager leurs bonnes pratiques dans ce domaine. Les investisseurs font eux aussi preuve d'un intérêt croissant pour la RSE, comme en témoigne la prolifération des fonds ISR² et des indices boursiers socialement responsables, ainsi que l'évaluation et la notation croissante des entreprises sur la base des critères sociétaux par des agences spécialisées »³. Comme le souligne la Commission Européenne-RSE lors de sa communication du 25 Octobre 2011. L'enjeu est grand, on retiendra la définition de la Commission Européenne de la RSE qui l'a défini comme « la responsabilité des entreprises vis-à-vis des effets qu'elles exercent sur la société ».

Pour traiter le sujet, il convient tout d'abord de préciser ce qu'on entend par fonds ISR et par société de gestion de portefeuille. Nous retiendrons la définition proposée par l'Association française de gestion financière (AFG) et le Forum pour l'investissement responsable (FIR) qui considère un placement ISR comme « Un placement qui vise à concilier performance

¹ RSE : responsabilité sociale des entreprises

² Fonds liés à l'Investissement Socialement Responsable

³ ORSE – Guide des organismes d'analyse sociale et environnementale—Octobre 2012

économique et impact social et environnemental en finançant les entreprises et les entités publiques qui contribuent au développement durable quel que soit leur secteur d'activité ».⁴

En ce sens, la dynamique du marché de l'ISR est portée par les sociétés de gestion de portefeuille qui représentent des acteurs clés du marché financier de la gestion pour compte de tiers. Ce sont « des entreprises d'investissement qui exercent à titre principal une activité de gestion sous mandat ou qui exercent une activité de gestion collective » (rapport AMF, mars 2016). L'Autorité des marchés financiers agréé les sociétés de gestion de portefeuille et se charge de suivre ces acteurs tout en publiant régulièrement la doctrine et les guides pratiques.

Les activités de gestion se regroupent sous deux formes : (1) la gestion de portefeuille sous le compte de tiers, consistant à gérer des portefeuilles pour le compte de clients particuliers ou professionnels, (2) la gestion collective, consistant à gérer des portefeuilles collectifs par plusieurs investisseurs. Dans ce dernier cas, le gestionnaire de portefeuille acquiert des instruments financiers (actions ou obligations) en contrepartie des sommes versées dans le placement collectif⁵.

Un marché ISR en mouvement

Le marché ISR français a connu une croissance de 29% entre 2014 et 2015, certes elle est plus modeste que celle de l'année dernière qui représentait 69%, mais ce marché représente aujourd'hui 746 milliards d'euros. Cette croissance est tirée par l'augmentation des encours détenus par les assureurs mutualistes et privés. Les encours des investisseurs particuliers ont augmenté de 22% en un an, l'épargne salariale qui tire le plus cette croissance.⁶ Ce changement est dû à une prise en conscience d'une nécessité de faire la finance autrement, de se tourner vers un modèle qui privilégie une finance plus responsable, plus soucieuse de l'environnement dans lequel elle vit.

« Que ce soit aux Etats-Unis ou en Europe, près d'un dollar investi sur neuf l'est aujourd'hui, au moins partiellement, dans une perspective d'investissement socialement responsable (ISR), c'est-à-dire en tenant compte à la fois d'anticipations financières et de critères extra-financiers, portant par exemple sur la performance sociale ou environnementale » (Crifo, Mottis, 2011).

⁴ 2 juillet 2013

⁵ Rapport AMF « la régulation des sociétés de gestion » publiée le 17 mars 2016.

⁶ Le marché ISR français Mai 2016: étude réalisée par Novethic

Ainsi, nous considérons l'investissement socialement responsable comme un nouveau mode d'investissement qui intègre des valeurs éthiques, de respect de l'environnement, du cadre social, sociétal et de bonne gouvernance. Son principe reposait sur les exclusions des entreprises dont les secteurs d'activités étaient orientés vers des activités dites « immorales » comme l'alcool, le tabac, etc. Ce mouvement a évolué par la suite et passé d'une logique d'exclusion à une logique de sélection positive favorisant les entreprises responsables engagées envers leur société civile.

« Parallèlement au marché bien identifié des fonds ISR, se sont développées de nouvelles pratiques que l'on qualifiera d'*intégration ESG*. Elles consistent à prendre en considération des enjeux Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG) dans le cadre des gestions financières traditionnelles. Ces pratiques peuvent apparaître au premier abord comme une forme d'aboutissement pour l'ISR, qui quitterait ainsi sa position de niche pour gagner l'ensemble de la gestion financière (...) Plus récemment, *les gestions d'actifs traditionnelles*, dites *mainstream*, ont également commencé à s'approprier certains enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance, mais de façon bien moins systématique que ce qui est mis en œuvre dans le cadre des fonds ISR. (...) contrairement à l'ISR qui implique une prise de compte systématique de multiples critères ESG dans les décisions d'investissement, *l'intégration ESG* se pratique au cas par cas le plus souvent en ne prenant en compte que les enjeux extra-financiers considérés comme ayant un impact direct sur la performance d'une entreprise à moyen-long terme»⁷.

Cette évolution de ces nouvelles pratiques autour de l'investissement socialement responsable ouvre la voie à des modes d'organisations innovants. Un grand marché est né entre l'offre et la demande, de nouvelles « architectures transactionnelles » proposant des émissions obligataires socialement responsables voient le jour. L'objectif étant de créer la liquidité dans un marché naissant entre faire un lieu de rencontre entre l'offre et la demande et, de contribuer au développement économique et social.

Par ailleurs, l'investissement socialement responsable était fait d'une manière discrétionnaire. L'émergence de l'investissement socialement responsable et des différentes pratiques RSE dont le reporting extra-financier était un moyen de mieux rendre compte des pratiques qui relèvent de la responsabilité sociale des entreprises. Aujourd'hui nous assistons à une nouvelle aire de

⁷ Intégration des enjeux ESG : quelles pratiques pour quels objectifs, étude réalisée par Novethic en mars 2010

généralisation de l'ISR, les sociétés de gestion de portefeuille sont amenées à structurer davantage leurs informations en matière de RSE. En ce sens, la loi n° 2015-992 du 17 août 2015 relative à la transition énergétique pour la croissance verte, à travers l'article 173 oblige les sociétés de gestion à faire un reporting RSE comprenant les « informations sur les engagements de la société en faveur de l'économie circulaire » (Rapport 2016 de l'AMF sur la RSE).

L'objet de la recherche

« Un projet de recherche constitue un système permettant de passer d'une intention générale à des éléments de réponse » (Koenig, 2002, p.1). « L'objet de recherche ou encore 'research topic' tient dans la question générale 'qu'est-ce que je cherche ?' » (Saunders et al. 2003, p.13).

La construction de l'objet de recherche constitue une phase très importante dans notre travail de recherche. Objet innovant, l'organisation d'une transaction financière socialement responsable, semble susciter un grand intérêt de la part des chercheurs et des praticiens de la finance. Longtemps limité aux différents acteurs publics et supranationaux, ce secteur s'est ouvert aux entreprises. Un marché de finance responsable est en train de naître, ce qui ouvre la voie à de nouveaux modes organisationnels des transactions financières. L'objectif étant de diversifier les sources de financement et d'attirer de nouveaux investisseurs. Les émissions d'obligations ISR sont rares et celles qui ont réussies ont fait beaucoup parler d'elles.

L'obligation ISR représente un nouvel outil de financement de l'économie. La communauté des scientifiques et des professionnels observe et s'interroge sur l'utilisation de ces instruments sur les marchés financiers.

Une obligation ISR représente un « titre de créance » émis sur le marché financier, dont le but est de financer des projets à vocation sociale ou environnementale. En contrepartie, les investisseurs reçoivent un intérêt annuel appelé « coupon » et, sont remboursés au terme de l'emprunt « échéance ».

Nous avons identifié plusieurs dimensions qui montrent l'intérêt que peut susciter l'étude du mode d'organisation d'une transaction responsable sur le marché financier :

L'investissement socialement responsable français est en train de changer et de se transformer. D'après une étude de Novethic réalisée en mai 2016, longtemps centré sur une croissance des encours des fonds ISR qui se sont multipliés par 40 en une décennie, l'investissement socialement responsable est en train de se développer sous d'autres formes. Quatre tendances

sont relevées : les investissements thématiques qui s'orientent vers les entreprises offrant des solutions à une problématique environnementale ou sociale (43 milliards d'euros), l'intégration systématique des critères ESG dans la valorisation financière (83 milliards d'euros), la croissance de la sélection ESG (312 milliards d'euros), les contraintes ESG limitant ou interdisant l'investissement dans les entreprises qui présentent un profil de risque ESG majeur (338 milliards d'euros).

Un marché d'obligataire en mouvement. Depuis plusieurs mois, on assiste aussi à une montée significative des émissions d'obligations environnementales, vertes, socialement responsables, ou encore appelées Green Bonds, Climate Bonds. Elles étaient portées initialement par les institutions internationales qui souhaitent financer la lutte contre le changement climatique et la transition énergétique et sont émises généralement par les grandes entreprises. Elles représentent un instrument innovant qui permet de flécher les investissements vers des projets dont le bénéfice est environnemental ou social et dont les investisseurs responsables sont la cible⁸.

D'après cette étude de Novethic (2013) qui présente une analyse des obligations environnementales et sociales, parmi les principaux émetteurs de ces green bonds, 55% représentent des entreprises, 37% des supranationaux et des banques de développement, 5% des collectivités locales et 3% des banques.

Concernant, les émissions des supranationaux et des banques de développement. Elles ont été les premières en 2006 à émettre des obligations environnementales qui sont dédiées à financer des projets à but social ou environnemental. Par exemple, la Banque Mondiale en 2008 qui a émis pour près de 4 milliards de dollars de « Green Bonds », ou encore la Banque Européenne d'investissement en 2007 qui a émis environ 3.1 milliards d'euros de « Climate Awareness Bonds » dans des projets qui contribuent à la réalisation des objectifs de politique énergétique de l'Union Européenne.

Concernant les obligations sociales⁹ émises par les banques de développement, par exemple International Facility for Immunisation créée par l'Alliance mondiale pour les vaccins et la vaccination GAVI qui en 2006 a émis des vaccins bonds et ont permis de lever 4.5 milliards d'euros dont l'objectif était de financer des campagnes de vaccination. Ou encore,

⁸ Stratégies ESG des institutionnels: De la théorie à la pratique, Novethic, décembre 2013

⁹ Stratégies ESG des institutionnels: De la théorie à la pratique, Novethic, décembre 2013

l'International Finance Corporation qui a émis des obligations qui participent au financement du « Banking on Women program », un programme d'aide aux femmes entrepreneurs dans les pays émergents.

Du côté des obligations émises par les collectivités locales. La région Nord-Pas de Calais était la première région française à émettre une obligation socialement responsable en 2008. Elle a levé 50 millions d'euros pour financer des projets d'équipements structurants qui s'inscrivent dans le schéma régional d'aménagement durable du territoire. Autre exemple, la région Île de France qui a émis en 2012 une obligation environnementale et socialement responsable et dont l'objectif est d'allouer 50% des fonds au financement de projets environnementaux et 50% à des projets de développement économique. Ou encore, la ville de New York à avoir émis des Green Apple Bonds dont l'objectif est de financer le remplacement d'ampoules contenant une substance cancérigène dans plus de 700 écoles de la ville.

Et enfin, du côté des émissions d'entreprises nous pouvons citer l'exemple de l'entreprise MidAmerican Energy qui a levé un milliard de dollars en 2013, destinés à financer un projet de ferme solaire. Ou encore, EDF qui a levé 1.4 milliards d'euros pour financer des projets d'énergies renouvelables.

Le marché obligataire responsable représente un marché naissant. Nous assistons à une évolution rapide des pratiques des émetteurs qui sont en recherche constante d'offrir aux investisseurs responsables, qui souhaitent prendre en compte des critères ESG dans leurs investissements et de diversifier leurs investissements, plus de garanties pour renforcer la crédibilité de ces émissions.

Afin de renforcer la crédibilité de ces émissions, les émetteurs recherchent d'autres moyens pour se démarquer. Nous assistons aujourd'hui à une nouvelle approche utilisée par les émetteurs d'obligations, celle de l'utilisation des agences de notation qui sont sollicitées pour noter les pratiques ESG des émetteurs afin d'avoir plus de crédibilité et donner plus de garantie aux investisseurs responsables, notamment sur les bénéfices environnementaux et sociétaux pour les investisseurs.

Cette évolution des pratiques de l'investissement socialement responsable ouvre la voie à de nouveaux modes d'organisations innovants. L'inclusion financière, ouvre la voie quant à elle à des « approches partenariales originales » (Cadiou, 2012) proposant des émissions obligataires responsables qui voient le jour. Ces modes organisationnels élargissent le champ d'application

à des activités de microfinance et de solidarité tout en proposant des émissions obligataires socialement responsables.

Dans ce cadre, nous citons le cas de Fédéral Finance (avril 2000) qui a mis en place un fonds commun de placement géré par sa société de gestion, assurant la gestion du fonds et reverse à son partenaire la Fondation de France une partie des frais de gestion pour soutenir des projets solidaires.

Les univers de l'investissement socialement responsable et de la finance solidaire se côtoient aujourd'hui de plus en plus. Même si ces derniers n'ont pas les mêmes origines ni les mêmes finalités, leurs modalités de placement prenant en compte des considérations sociales en plus des objectifs financiers traditionnels semblent avoir une dynamique comparable. L'investissement socialement responsable vise à sélectionner les entreprises cotées en bourse, sur la base d'une double performance financière et extra-financière permettant d'apprécier les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance. La finance solidaire repose quant à elle à un degré d'engagement plus fort des investisseurs permettant d'orienter l'épargne vers le financement des projets en fonction de leur utilité en matière de lutte contre l'exclusion, la cohésion sociale ou le développement durable et qui n'ont pas pu accéder aux financements classiques et dont les activités ne sont pas cotées en bourse. Néanmoins, les deux univers partagent des objectifs sociaux et sociétaux qui sont comparables et sont donc complémentaires.

Afin de comprendre les points communs et les points de divergence entre le caractère responsable et solidaire des deux types de finances, il convient d'en étudier les spécificités de chacune, les logiques de placement et la diversité des pratiques d'une finance « plurielle » (Bourque, 2003) combinant à la fois l'économie, le social, le local et le global. Nous nous interrogeons ici sur les différentes pratiques, sur les modes d'organisation mettant en relation plusieurs acteurs de la société qui intègrent des préoccupations sociales dans le processus de décision d'investissement et, sur l'imbrication des deux mondes que sont le monde de la finance et celui du social au service d'une finance responsable portée en majorité par des investisseurs institutionnels et une finance solidaire portée en majorité par les particuliers.

La motivation de recherche

Notre motivation de départ s'inscrit dans le cadre du prolongement des recherches menées dans le master de recherche sur l'investissement socialement responsable et ses pratiques, nous nous

sommes intéressés à l'étude du champ d'application de l'ISR et des différents acteurs qui jouent un rôle dans l'économie sociale et solidaire.

Ensuite, nous avons assisté à deux cas qui représentent deux innovations dans le marché de l'ISR qui illustre cet engouement envers la finance responsable. Sachant que la période entre les deux opérations s'élève à une année, nous nous sommes intéressés à étudier leurs modes d'organisation des deux obligations socialement responsable à destination des investisseurs désirant intégrer des dimensions ESG dans leurs critères de sélection de produits financiers.

Notre intérêt pour ce champ de recherche est de vouloir apporter des éléments qui pourront aider notre société à réfléchir, à avancer sur les questions liés au développement durable tout en conciliant les pratiques financières et responsables.

1.2 Les objectifs de la recherche

Il s'agit de faire une lecture de deux modes d'organisation d'une émission d'obligation socialement responsable à destination des investisseurs ISR afin de tirer des enseignements et les utiliser pour enrichir notre recherche. Ainsi, analyser les modes organisationnels qui ont émergé pour donner suite à la transaction nous permettra d'analyser le mode de coopération et les interactions entre les acteurs. Nous proposons de comprendre les modes organisationnels dans chaque cas, nous envisageons par la suite de mieux appréhender le phénomène et tirer des enseignements des deux émissions obligataires pionnières.

Intérêt pratique et académique de la recherche

Sur le plan pratique, l'intérêt de cette recherche consiste à apporter des éléments qui contribuent à comprendre le processus de construction de fonds ISR. Il s'agit aussi de faire une lecture de deux modes d'organisation d'une émission d'obligation responsable. Ainsi, la performance du gérant peut être évaluée au regard d'une double performance financière et extra-financière.

L'intérêt consiste aussi à comprendre les relations partenariales avec les différents acteurs, comprendre les logiques d'investissement des différents acteurs (investisseurs et Sociétés de gestion) ainsi que, comprendre le fonctionnement d'une filière.

Intérêt académique de la recherche

Sur le plan académique, il s'agit de proposer un nouveau regard sur une problématique complexe que constitue le comportement des investisseurs sur le marché financier. En l'occurrence, dans notre cas nous avons tenté d'apporter des éléments de compréhension concernant le secteur de gestion d'actifs, spécialement les gérants de portefeuille qui sont au cœur des dynamiques du marché de l'Investissement socialement responsable. Au contraire des approches développées en littérature qui s'intéressent au comportement des investisseurs sur les cours des titres, notre démarche prend en compte l'étude des architectures transactionnelles complexes et de l'hybridation des organisations. La compréhension du mode d'organisation et des interactions entre les différents acteurs permet d'apporter des connaissances quant à la compréhension des comportements des gérants au sein du monde de la gestion d'actifs.

Il s'agit notamment, de faire la comparaison des modes d'organisation différents avec un même objectif qui est de faire de l'investissement responsable à travers l'émission d'obligation ESG et, d'étudier le processus d'hybridation entre l'économie réelle et l'Economie Sociale et Solidaire.

Nous proposons d'étudier deux modes d'organisation qui représentent deux innovations sur le marché de l'Investissement socialement responsable, afin de comprendre les spécificités. L'analyse en profondeur des deux transactions au regard de la théorie des coûts de transaction permet d'enrichir la recherche dans ce champ qui voit la naissance des architectures organisationnelles complexes ouvrant la voie à des approches partenariales originales (Cadiou, 2012), mettant en relation un certain nombre de partenaires et proposant de mobiliser des ressources au service d'une finance solidaire.

Toutefois, la méthodologie de recherche utilisée repose sur l'analyse qualitative et quantitative. Cette complémentarité entre les deux approches et l'exploitation d'un retour d'expérience sur les deux cas, permet de donner de la profondeur et de l'intérêt à notre recherche.

La problématique de recherche

Les débats sur le financement de l'économie et le social, sur la finance responsable et sur sa mise en œuvre, dans le monde s'élargissent et intéressent de plus en plus la communauté de recherche scientifique. La finance responsable permet de réconcilier les pratiques financières des entreprises et les pratiques sociales et environnementales.

Elle est intéressante parce qu'elle questionne la place de la finance et des acteurs financiers dans notre société à travers ce qu'on appelle « la finance utile » (Cadiou, 2014).

En effet, une émergence « d'innovations sociales » dans le secteur financier (Gendron, Gilles, 2003) vient apporter appui à cette dynamique autour du financement de l'économie dont les pratiques ont évoluées (on parle de micro-financement, de crowfunding, etc.), en donnant lieu à des architectures organisationnelles innovantes, ouvrant la porte à des « approches partenariales originales » (Cadiou, 2014) et mettant en relation plusieurs acteurs à l'échelle locale mais aussi au niveau international tout en contribuant à une « dynamique d'hybridation des ressources » (Guérin, Servet, 2005).

Du côté des investisseurs, des actionnaires d'actifs, certains praticiens de la finance veulent intégrer aujourd'hui dans le choix de sélection de leurs placements, des critères extra-financiers qui leurs permettront de mesurer les risques liés aux investissements ou alors d'avoir des indicateurs de performance future de leurs placements afin d'assurer la rentabilité et la sécurité de leurs placements à moyen et à long terme.

En ce sens, nous assistons aussi à l'introduction de l'extra financier dans le marché financier à travers des opérations dites responsables dont le but est de toucher un segment d'investisseurs responsables et d'abaisser les coûts liés aux risques environnementaux, sociaux et de gouvernance.

Notre recherche s'intéresse à ces opérations financières dites responsables. Nous sommes au début de la réflexion sur ce sujet encore très sensible qui commence à susciter l'intérêt des chercheurs et de la communauté financière.

L'étude de « l'innovation est définie comme un processus long terme nécessitant des intrants et ayant pour finalité la production et la commercialisation d'extrants innovants » (Dutta et al., 2005). « Celle-ci est très spécifique au regard notamment du risque et de l'asymétrie informationnelle qu'elle engendre » (Djama, Dumas, Martinez, 2014).

L'objet de recherche se concentre sur « **le mode d'organisation d'une émission d'obligation ISR** » qui représente une innovation sur le marché de l'investissement socialement responsable. L'intérêt est majeur pour comprendre la dynamique des pratiques responsables dans le marché financier et les interactions entre les différents acteurs ayant des intérêts différents.

Nous avons choisi d'étudier deux cas pionniers en France, qui nous semblent très importants pour comprendre l'enjeu de ces opérations et, tirer des enseignements très utiles afin de mieux appréhender ces innovations dans le futur. Etudier le phénomène en soi est intéressant, mais faire une comparaison entre deux cas différents qui représentent deux modes d'organisations différents d'une émission d'obligation ISR à destinations des investisseurs ISR nous semble très riche pour nous apporter plus d'éclairage.

Le contexte organisationnel de ce type d'opérations financières dites responsables nous amène à nous interroger sur la place des gestionnaires dans le financement de l'économie solidaire. En ce sens, la confiance et la traçabilité jouent un rôle essentiel dans la réussite de l'innovation. Les sociétés de gestion de portefeuille, acteur majeur, au cœur des modes d'organisations se positionnent entre les émetteurs d'obligations et les investisseurs souhaitant intégrer des critères extra-financiers dans leurs choix de sélection de portefeuille.

Dans cette optique, le gérant de fonds ISR est amené à prendre des décisions quant au choix des produits dans sa construction du portefeuille. Il joue un double rôle de constructeur de performance ESG et d'intermédiaire financier et doit faire face à un ensemble de contraintes de gestion mais aussi vis-à-vis de ses partenaires.

Cette remarque est très importante dans notre problématique. Elle nous a permis de poser notre question de recherche qui s'intéresse au comportement des investisseurs sur le marché financier. Plusieurs recherches s'intéressent à l'étude du comportement des investisseurs sur le marché financier, l'originalité de notre recherche c'est qu'elle s'intéresse aux comportements des gérants des fonds sur le processus d'investissement, dans un contexte d'investissement socialement responsable. La question de recherche peut être ainsi formulée : Pourquoi un gérant de fonds n'est-il pas indifférent à une émission d'obligation ISR ?

En ce sens, au fur et à mesure de l'avancement de nos recherches, des interrogations ont émergé quant à la confiance et l'intérêt des investisseurs envers ces nouveaux modes organisationnels qualifiés souvent de « complexes » du fait de l'implication de plusieurs partenaires.

Ainsi, notre problématique de recherche s'intéresse à l'étude de l'attractivité des gestionnaires d'actifs face à des mécanismes différenciés d'Economie Sociale et Solidaire

Design de recherche

Notre démarche de recherche est *exploratoire*, car nous sommes au début de réflexion sur ces questions. Nous assistons aux deux cas pionniers en France dans ce cadre.

La méthodologie de recherche utilisée est mixte (données qualitatives et quantitatives). « Mixed methods research is the type of research in which a researcher or team of researchers combines elements of qualitative and quantitative research approaches (e.g., use of qualitative and quantitative viewpoints, data collection, analysis, inference techniques) for the purpose of breadth and depth of understanding and corroboration. » Burke Johnson, Onwuegbuzie et Turner, 2007, p.123). L'utilisation de cette méthodologie mixte se justifie par rapport à notre problématique et du caractère innovant des cas étudiés. « La méthode de cas vise l'étude en profondeur d'un ou plusieurs cas qui exemplifient un phénomène que l'on veut étudier » (Giroux, 2003, p.45).

L'approche théorique qui est développée s'intéresse à l'étude des modes d'organisation, des architectures transactionnelles et au processus d'hybridation partenariale. La partie empirique quant à elle s'intéresse au niveau qualitatif, à l'étude de deux cas exploratoires d'émission d'obligation ISR à destination des gérants de fonds ISR. Il s'agit, à travers cette analyse de faire une comparaison des deux cas étudiés et de ressortir les variables discriminantes. Dans un deuxième temps nous mobilisons la théorie des coûts de transaction qui nous fournit un cadre d'analyse pour l'acheminement de notre de réflexion. Concernant le lien entre la théorie et les observations empiriques, le processus aller-retour entre les deux nous semble indispensable pour comprendre le phénomène. Enfin, l'approche qualitative se prolonge par une approche quantitative menée à partir d'un questionnaire diffusé auprès des gérants de portefeuilles ISR.

1.3 L'architecture de la recherche :

La structure de la recherche est la suivante.

Le chapitre préliminaire vise à expliquer notre posture épistémologique dans un premier temps. Ensuite, dans un second temps à justifier et à expliquer la méthode de recherche.

Le chapitre premier vise à présenter l'écosystème des sociétés de gestion de portefeuille, ainsi que les deux études de cas pionnières d'émission d'obligation socialement responsable. La visée ici est de comparer les modes d'organisation développés dans les deux cas, situer le rôle de la société de gestion dans les deux cas, et de ressortir les variables discriminantes pour construire notre problématique.

L'objet du deuxième chapitre est de présenter le cadre théorique. La revue de littérature nous permet d'approfondir notre analyse des modes organisationnels développés dans les deux cas, d'affirmer notre problématique et de construire notre modèle.

Le troisième chapitre sera consacré à notre étude quantitative qui est réalisée sur la base d'un questionnaire expédié à des gérants de fonds ISR.

Le quatrième chapitre propose une discussion des résultats, des limites et des voies futures de la recherche.

Chapitre préliminaire

Titre 1 – La comparaison de deux émissions obligataires pionnières

Chapitre 1 : Etude de l'organisation des deux émissions obligataires responsables

Chapitre 2 : L'affirmation de la problématique

Titre 2 – Test de la sensibilité des gérants de fonds aux deux modèles

Chapitre 1 : Le choix de la méthode quantitative

Chapitre 2 : Résultats de recherche et discussion

Synthèse des résultats

Conclusion générale

Apports de la recherche

Limites et voies de recherches futures

Chapitre préliminaire

Le chapitre préliminaire sera dédié à la présentation de la posture épistémologique et de la méthode de cas.

Ce chapitre introductif, sera consacré à présenter la posture épistémologique et la démarche de recherche. Le paradigme de recherche combine une posture interprétativiste comme voie pour élaborer la connaissance, une démarche fondée sur l'utilisation des méthodes mixtes et, un raisonnement relevant de l'abduction et déduction. La figure ci-dessous résume la structuration de notre chapitre préliminaire.

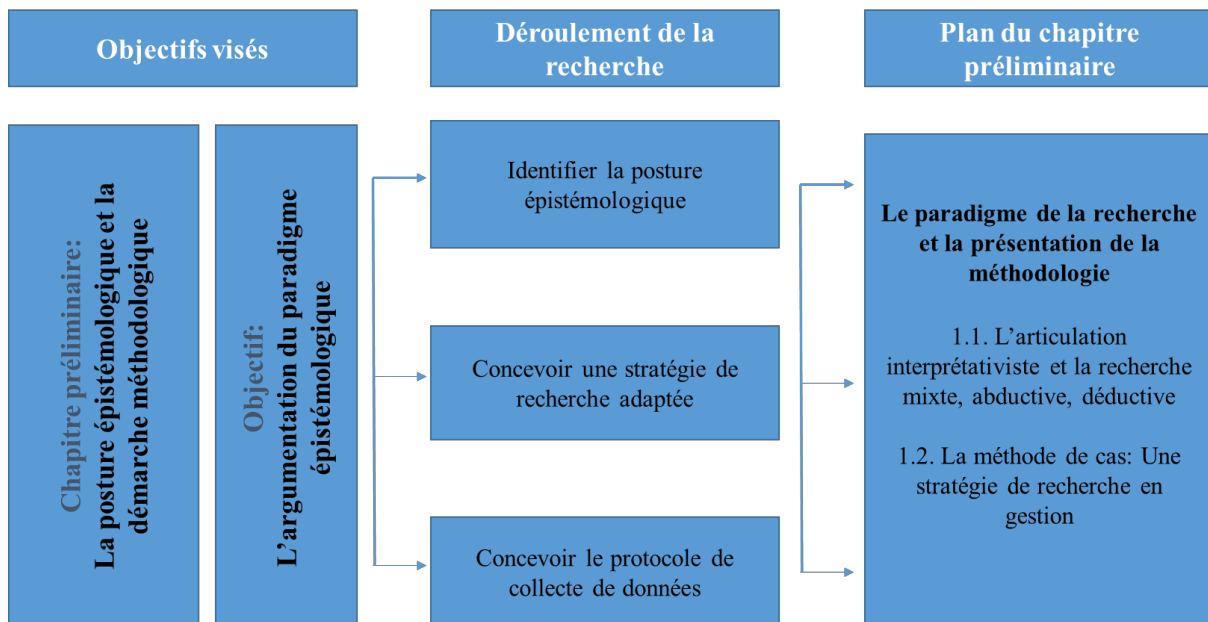


Figure 1 : La structuration du chapitre préliminaire

Chapitre préliminaire – La posture épistémologique et la démarche de méthodologique

Introduction au chapitre préliminaire

La revue de littérature a relevé le peu d'études portant sur notre objet de recherche. **Cette présente contribution aspire ainsi à l'exploration.** Elle invite donc le lecteur à découvrir un territoire peu connu qu'est l'émission d'obligation socialement responsable et étudier le sujet sous plusieurs aspects du point de vue du gérant de fonds. De ce fait, nous discutons dans le chapitre suivant le chemin que nous avons emprunté afin de produire des connaissances nouvelles, puisque « explorer répond à l'intention initiale du chercheur de proposer des résultats théoriques novateurs, c'est-à-dire de créer de nouvelles articulations théoriques entre des concepts et/ ou d'intégrer de nouveaux concepts dans un champs théorique donné » (Raymond-Alain et al., 2014, p. 78).

La légitimation du choix d'un paradigme épistémologique

Dans un premier temps, le cheminement retenu pour la **réflexion épistémologique** de notre recherche (Raymond-Alain et al., 2014) est argumenté. Il est important pour le chercheur de se poser la question de ce que c'est la connaissance, la conception de la connaissance mais aussi sur le processus d'élaboration de connaissances. L'épistémologie se définit comme « la discipline philosophique qui vise à établir les fondements de la science. En ce sens, elle cherche à caractériser la science afin d'estimer la valeur logique et cognitive des connaissances qu'elle produit pour décider si elles peuvent prétendre se rapprocher de l'idéal d'une connaissance certaine et authentiquement justifiée » (Soler, 2000). Dans une version plus ancienne elle est définie comme « l'étude de la constitution des connaissances valables » (Piaget, 1967, p.6). Nous mobilisons cette deuxième définition, car nous considérons à l'instar de Raymond-Alain et al. (2014, p.46) que la « réflexion épistémologique est nécessaire car c'est elle qui va permettre la justification des connaissances produites et offrir la possibilité de la critique entre chercheurs ». Ainsi, une telle réflexion épistémologique va permettre de comprendre les présupposés sur lesquels la recherche s'appuie ainsi que d'explicitier les différentes implications que les choix du chercheur entraînent « pour parvenir à une plus grande maîtrise de sa recherche » (Raymond-Alain et al., 2014).

Le questionnement épistémologique soulève de nombreux débats. En sciences de gestion, il est devenu primordial « l'exigence d'un questionnement épistémologique au démarrage de toute recherche » (Burrell et Morgan, 1979 ; Weick, 1989 ; Martinet, 1990 ; Le Moigne, 2001, 2002, 2003 ; Tsoukas, 2005 ; Yanow et Schwartz-Shea, 2006). Afin de légitimer sa recherche, le chercheur doit définir l'objectif de la recherche, la stratégie de recherche et les techniques qui sont mobilisées. Les propos de Wacheux (1996)¹⁰ illustrent cette exigence « dans le quotidien du chercheur, c'est simplement pouvoir à tout moment légitimer sa recherche sur le phénomène étudié ». D'autre part, les questions liées à ce questionnement épistémologique soulèvent plusieurs débats par rapport à **l'appartenance à un paradigme dominant** (Dumez, 2011 ; Gavard-Perret, Gotteland, Haon et Jolibert, 2008), ensuite par rapport au **choix de la posture envisageable** (Martinet, 1990 ; Wacheux, 1996; Gavard-Perret, Gotteland, Haon et Jolibert, 2008; Thiétart, 2014). Concernant le premier questionnement, nous adhérons à la proposition de Gavard-Perret, Gotteland, Haon et Jolibert (2008) qui considèrent que le chercheur ne construit pas sa recherche isolément ni *ex-nihilo*, mais que le chercheur doit se positionner pour que la validité de sa recherche puisse être évaluée. Quant au second questionnement, le choix d'une posture interprétativiste s'avère pertinente. Cette question sera débattue ensuite en conclusion de chapitre.

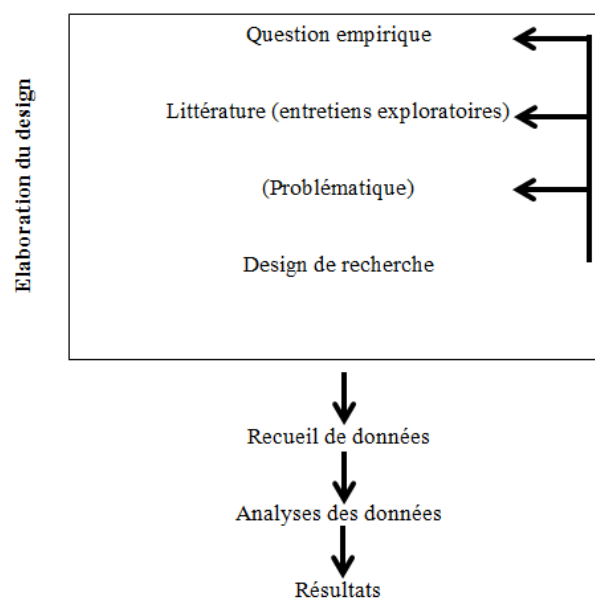
¹⁰ Cité par (Gavard-Perret, Gotteland, Haon et Jolibert, 2008, p.8)

1.1. L'articulation interprétativiste et la recherche mixte, abductive, déductive

L'élaboration du design de la recherche est une étape très importante pour la poursuite de la recherche. Le design de recherche doit être justifié par rapport à la problématique de recherche, « ce dernier prend la forme d'un document qui présente **l'intérêt de la question ou objet**, le **cadre théorique**, la **démarche de recherche** et **choix méthodologiques** effectués (terrain de l'étude, méthodes de recueil et d'analyse des données) » Thiétart et al., 2014, p.184. Nous adhérons à l'affirmation de Thiétart et al., (2014) selon laquelle « l'élaboration du design de recherche constitue un **processus itératif** qui demandera plus ou moins de temps en fonction de la démarche choisie, du niveau de connaissances méthodologiques préalables et des difficultés rencontrées par le chercheur pour trouver un terrain » (p. 187).

Figure 2. L'élaboration du design dans la démarche de recherche

Source : Thiétart et al., 2014 (p.186)



Le processus d'élaboration de connaissances que nous avons retenu dans notre travail doctoral relève d'un paradigme interprétativiste. Notre posture est servie par une stratégie de recherche mixte associée à un mode de raisonnement abductif-déductif.

1.1.1. Le choix de l'interprétativisme

Un paradigme épistémologique est considéré comme « un système d'hypothèses relatives aux questions qu'étudie l'épistémologie. Ces hypothèses concernent donc ce qui est considéré comme connaissable, ce qu'est la connaissance, et comment se constitue la connaissance » (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.20).

Avant de concentrer notre attention sur les deux grandes familles de paradigmes épistémologiques, nous citons brièvement quelques classifications. En s'inspirant des travaux de Bruyne (1996), Wacheux identifie quatre paradigmes épistémologiques : positiviste, sociologie compréhensive, fonctionnaliste, constructiviste. Usunier et alii (1993) opposent le paradigme phénoménologique au paradigme positiviste. Thiétart et alii (1999), Girod-Séville et Perret identifient quant à eux trois courants : le positivisme, l'interprétativisme et le constructivisme. Le Moigne (1990) distingue deux paradigmes : le positivisme et le constructivisme. Burrell et Morgan (1979) identifient quatre paradigmes : le paradigme interprétatif, fonctionnaliste, structuraliste radical et humaniste radical. Dans une optique de simplification et en dépit de la richesse des différentes approches des chercheurs, nous retenons la classification proposée par Perret et Séville (2003) qui identifie trois positions épistémologiques qui sont présentées dans le tableau suivant.

Tableau 1. Les positions épistémologiques selon Perret et Séville

Source : Perret et Séville¹¹ (2003, p.14-15)

Les questions épistémologiques	Le positivisme	L'interprétativisme	Le constructivisme
Quel est le statut de la connaissance ?	<ul style="list-style-type: none"> - Hypothèse réaliste - Il existe une essence propre à l'objet de connaissance. 	<ul style="list-style-type: none"> - Hypothèse relativiste - L'essence de l'objet ne peut être atteinte (constructivisme modéré ou interprétativisme) ou n'existe pas (constructivisme radical). 	
La nature de la « réalité »	<ul style="list-style-type: none"> - Indépendance du sujet et de l'objet - Hypothèse déterministe - Le monde est fait de nécessités. 	<ul style="list-style-type: none"> - Dépendance du sujet et de l'objet - Hypothèse intentionnaliste - Le monde est fait de possibilités. 	
Comment la connaissance est-elle engendrée ? Le chemin de la connaissance scientifique	<ul style="list-style-type: none"> - La découverte - Recherche formulée en termes de « pour quelles causes... » - Statut privilégié de l'explication. 	<ul style="list-style-type: none"> - L'interprétation - Recherche formulée en termes de « pour quelles motivations des acteurs... » - Statut privilégié de la compréhension. 	<ul style="list-style-type: none"> - La construction - Recherche formulée en termes de « pour quelles finalités... » - Statut privilégié de la construction.
Quelle est la valeur de la connaissance ? Les critères de validité	<ul style="list-style-type: none"> - Vérifiabilité - Confirmabilité - Réfutabilité. 	<ul style="list-style-type: none"> - Idiographie - Empathie (révélatrice de l'expérience vécue par les acteurs). 	<ul style="list-style-type: none"> - Adéquation - Enseignabilité.

En termes de cet état des lieux, nous précisons ci-après pourquoi la posture que nous avons adoptée ne relève, ni du constructivisme, ni du positivisme, mais s'inscrit dans le troisième courant celui de l'interprétativisme.

1.1.1.1 La négation de quelques principes structurants du constructivisme et du positivisme

S'appuyant sur les travaux de Perret, Gotteland, Haon et Jolibert (2008), nous précisons la non-applicabilité des principes du constructivisme et du positivisme dans notre recherche.

Au sujet du paradigme épistémologique **positiviste**, certains chercheurs comme Cuba, Lincoln (1989) ou Le Moigne (1995, 2007) « associent au noyau dur des hypothèses fondatrices des paradigmes épistémologiques positivistes comme celles du réalisme scientifique. Au-delà de

¹¹ Cité par Stephan (2012, p.246)

l'argument qu'il développe pour légitimer cette association positivisme-réalisme, Le Moigne note que, pour Comte, *le mot positif désigne réel* » (Gotteland, Haon et Jolibert, 2008, p. 21).

Pour ces auteurs, le paradigme positiviste repose sur trois grandes hypothèses. Le premier principe est **l'hypothèse ontologique**¹². Ce principe pose le fait de « l'existence d'un réel indépendant de l'intérêt et de l'attention » que peut porter le chercheur à ce dernier. Ce principe pose le fait que le « réel existentiel » est déterminé par une « forme de détermination naturelle ». En effet, ceci ne s'applique pas dans notre cas puisqu'il existe une dépendance entre le chercheur par rapport aux faits observables.

Le second principe renvoie à **l'hypothèse de détermination naturelle**. L'approche scientifique permet de découvrir et comprendre les relations de cause à effet en observant les faits empiriquement. Dans notre cas, il s'agit d'interpréter les résultats pour comprendre le point de vue des gérants.

Et le troisième principe est **l'hypothèse d'épistémologie objectiviste dualiste**. Cette hypothèse postule que le chercheur est placé dans une position d'extériorité par rapport au phénomène étudié. Dans notre cas, le chercheur est dépendant puisqu'il construit le questionnaire, il interprète les informations sur les études de cas et enfin il interprète les résultats.

Au sujet du paradigme épistémologique **constructiviste**, les chercheurs considèrent que ce courant partage un certain nombre d'hypothèses avec le paradigme épistémologique interprétativiste mais s'éloigne dans le chemin de la connaissance produite (Perret et Séville, 2003, p.14)¹³. Dans ce cas, **le constructivisme se situe dans une approche qui est opposée** en ce qui concerne le cheminement de la connaissance produite. D'autre part, notre projet de recherche sort plus affiné à partir de l'étude de cas exploratoire mais ne fait pas l'objet d'une permanente redéfinition de la part du chercheur ou des acteurs comme dans le paradigme constructiviste.

¹² L'ontologie est « l'étude de l'être en tant qu'être, l'étude de ce qui est. Les prémisses ontologiques relatives aux paradigmes ont donc trait à la nature de la réalité ». Perret, Gotteland, Haon et Jolibert (2008).

¹³ Cité par Stéphan (2012).

1.1.1.2. Les arguments en faveur de l'interprétativisme

Dans le paradigme interprétativiste, « il conviendra de s'assurer que la connaissance est le résultat d'un processus de compréhension inter-subjectivement partagée par les auteurs concernés » (Sandberg, 2005), et « de rendre compte de manière rigoureuse de l'administration de la preuve qui permet de construire l'interprétation » (Lincoln et Guba, 1985)¹⁴.

Pour Aliouat (1998), la visée interprétativiste « tente d'expliquer des phénomènes passés ou actuels et de produire des systèmes d'interprétations possibles. Elle peut être génératrice de concepts ou de propositions théoriques ». Dans notre recherche, il s'agit de **comprendre les motivations d'un acteur singulier** (Perret et Séville, 2003). La connaissance qui est produite est de nature relativiste (Le Moigne, 1990) puisque le chercheur est dépendant de son objet de recherche dans sa construction du questionnaire, et interprète le sens du comportement du gérant. Ainsi, le choix d'une posture interprétativiste apparaît comme une autre voie adaptée à notre recherche.

1.1.2. Le recours à une stratégie de recherche mixte

« Bien que les méthodes mixtes soient largement développées dans d'autres disciplines comme en sociologie (Bryman, 2007), en psychologie (Creswell, 1999) et en éducation (Green et al., 1989 ; Tashakkori et Teddie, 2003) l'essor est visible uniquement depuis une dizaine d'années en sciences de gestion avec des recherches notamment en système d'information (Mingers, 2003) en management international (Humerinta- Peltomaki et al., 2006) en entrepreneuriat (Hohenthal, 2006) ou encore en marketing (Koller, 2008) ».

Combien que les méthodes mixtes ou encore méthodes intégrées, multi méthodes (Bryman, 2006) soient désormais familières en sciences de gestion, d'après Aldebert, Rouziès (2011) qui partent du constat que « la stratégie a pour ambition d'expliquer des situations concrètes et de guider l'action du manager. Par conséquent, les problématiques en stratégie sont souvent complexes et elles devraient appeler des méthodologies adaptées pour répondre à cette complexité ». De ce fait, il convient de préciser nos motivations en faveur de l'utilisation des méthodes mixtes pour répondre à nos objectifs de recherche.

¹⁴ Cité par Thiétard et al., 2014.

Notre choix de recourir à **une approche mixte se fonde sur la combinaison des données qualitatives et quantitatives**, le design de recherche mixte n'est pas nouveau mais a été promu par plusieurs chercheurs comme Creswell. D'après Creswell et Plano Clark (2006, p.5) « *a research design with philosophical assumptions as well as methods of inquiry. As a methodology, it involves philosophical assumptions that guide the direction of the collection and analysis of data and the mixture of qualitative and quantitative data in a single study or series of studies. Its central premise is that the use of quantitative and qualitative approaches in combination provides a better understanding of research problems that either approach alone* ».

Nous retenons la classification faite par Creswell et al. (2003) d'après lesquels les modèles de méthodes mixtes sont classés selon quatre dimensions : les motivations, la temporalité, la pondération et les stratégies de combinaison.

Le tableau ci-dessous résume les différents types de « designs de méthodes mixtes » selon la motivation, la pondération et la notation de Morse (1991).

Tableau 2. Les principaux types de « méthodes mixtes »

Source : Aldebert, Rouziès (2014, p.47)

Motivation	Temporalité	Pondération	Notation selon Morse (1991)
Triangulation	Simultané	Généralement équivalent	QUAN+QUAL
Complémentarité	Simultané ou séquentiel	Non équivalent	QUAN(qual) ou QUAL(quan)
Explicatif	Séquentiel : phase quantitative puis phase qualitative	Généralement dominance du quantitatif	QUAN=>qual
Exploratoire	Séquentiel : phase qualitative puis phase quantitative	Généralement dominance du qualitatif	QUAL=>quan

Les motivations du recours aux méthodes mixtes

Creswell propose quatre¹⁵ types de méthodes mixtes : la triangulation, le design de complémentarité, le design explicatif et enfin le design exploratoire. Dans notre travail de recherche, nous adoptons un design exploratoire puisqu'il s'agit dans un premier temps d'utiliser des méthodes qualitatives en l'occurrence l'étude de cas exploratoire pour découvrir le thème de recherche. L'étude de cas exploratoire nous a permis de comprendre le processus

¹⁵ Aldebert, Rouziès (2011, p.5)

d'émission d'obligation, décortiquer les deux modèles d'organisation pour ensuite générer des données qui seront analysées quantitativement par la suite. L'objectif étant d'identifier les variables les plus importantes et renforcer la validation de notre étude.

Figure 3. Le design exploratoire (inspiré de Creswell et al., 2006)

Source : Aldebert, Rouziès (2011, p.7)



La temporalité

Concernant la temporalité, notre travail de recherche s'inscrit dans un **processus séquentiel**, c'est-à-dire que les données qualitatives sont collectées dans un premier temps ensuite nous expliquons et développons les résultats au niveau qualitatif. Nous procédons à l'étude qualitative (phase exploratoire), suivie d'une étude quantitative (généralisation des résultats).

La pondération

Concernant la pondération, il s'agit d'un autre critère de classification qui correspond au poids des deux méthodes dans la phase de collecte de données. Dans notre travail de recherche, **le statut dominant est attribué à l'étude quantitative**.

Les stratégies de combinaison

Dans ce cadre, nous utilisons la stratégie de combinaison qui repose sur la **fusion des données**. Lors de la discussion des résultats, nous utilisons deux sortes de données pour interpréter les résultats obtenus grâce au logiciel SPSS, mais aussi des données qualitatives issues des questions ouvertes posées aux gérants de fonds pour approfondir ces points dans les résultats qui sont obtenus.

1.1.3. Le déploiement d'un mode de raisonnement abductif, déductif

Les trois approches possibles sont : la déduction, l'induction et l'abduction¹⁶. **L'approche déductive**, appelée encore **hypothético-déductive**. Il s'agit de « tester, par le biais d'hypothèses, une théorie ou de mettre à l'épreuve dans des situations particulières un certain nombre de connaissances développées préalablement » (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.29). **L'approche inductive** qui consiste à « construire des connaissances nouvelles à partir de l'étude des situations empiriques » (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.30).

L'approche abductive est la voie que nous avons suivie. Celle-ci relève d'un processus allers-retours successifs entre le travail empirique et théorique afin « d'appréhender les situations empiriques étudiées, et en construire des représentations intelligibles, en vue de la construction progressive de connaissances en relation avec les savoirs déjà admis » Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.30). Par conséquent, notre démarche est une démarche exploratoire abductive, déductive. Tout au long de notre recherche nous avons cherché à procéder à des allers-retours entre le champ empirique et la théorie, avec l'ambition de complémentarité.

1.2 La méthode d'étude de cas : une stratégie de recherche en gestion

L'étude de cas est une méthode de recherche particulièrement recommandée lorsqu'il s'agit d'étudier des « *champs nouveaux, complexes, où les développements théoriques sont faibles, et où la prise en compte du contexte est déterminante pour l'élaboration du processus de compréhension* » (Evrard, Pras, Roux, 2003 ; p.94).

1.2.1 La méthode de cas, une approche appropriée pour cette recherche

T. Bonoma définit l'étude de cas comme « une description obtenue directement d'une situation managériale, à partir d'interviews, d'archives, d'observations ou de toute autre source d'information, construite pour rendre compte du contexte situationnel dans lequel le comportement s'inscrit »

Le recours à l'étude de cas est une méthode utilisée souvent dans un but d'exploration dont la confrontation d'un ou plusieurs cas permet d'avoir des explications « *potentiellement rivales* »

¹⁶ (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.29)

(Yin R.K., 1994), qui peut se prolonger par « *l'enrichissement, la révision ou l'infléchissement de théories existantes* » (Allison G., 1971 ; Bourgeois L., et Eisenhardt K.M., 1988).¹⁷

Toutefois, d'après ces auteurs la légitimité de l'étude de cas repose sur l'explication et le suivi d'un protocole méthodologique rigoureux tout en respectant la transparence du cheminement qui permet de produire la connaissance. Selon Yin R.K (1994), la méthode de cas consiste à prendre appui sur une multiplicité de sources de données qui peuvent être combinées dans une perspective de « triangulation » pour établir une « chaîne de preuves », afin de démontrer et d'assurer la validité interne de la recherche qui repose sur des critères comme « la complétude » (l'analyse du phénomène dans sa globalité), « la cohérence interne » (l'absence de contradictions) ou « la saturation » (appréhension de réponses variées).¹⁸

Cependant, pour des chercheurs comme Yin (1994) et Eisenhardt K.M.(1989, 1991), afin d'améliorer le degré de confiance des résultats, limiter les spécificités due à la sélection d'un cas, le recours à l'étude de plusieurs cas est préconisée pour varier les « caractéristiques contextuelles » de la recherche. Ils distinguent deux types de répllication : la répllication « littérale », contenue dans les conditions d'observation similaires et qui permet d'augmenter le degré de certitude ; la répllication « théorique », lorsque les conditions d'observation du phénomène peuvent être différentes. Dans ce cas la généralisation des résultats est envisagée d'un point de vue analytique que statistique (Cité par Evrard, Pras, Roux, 2003 ; p.96).

D'autres chercheurs comme Dyer et Wilkins (1991) défendent quant à eux l'étude de cas unique, en lui donnant une importance et une singularité quant à la particularité du contexte et la singularité que peut présenter le cas étudié.

Bien que certains chercheurs critiquent la méthode de cas (Smith, 1991; Saporta, 2003 ; Messeghem et Verstraete, 2008), par exemple quant au choix des cas ou par rapport à la possibilité de généralisation, néanmoins elle s'avère très intéressante selon le contexte, le projet et les acteurs « L'étude de cas qualitative est une méthode de recherche possible qui relève de démarches et de positionnements épistémologiques pluriels. Elle s'avère intéressante dans plusieurs contextes liés tant au projet de recherche, qu'aux acteurs entrepreneuriaux et acteurs impliqués » (Hlady-Rispal, 2015, p.256).

¹⁷ Cité par Evrard, Pras, Roux, 2003 ; p.95

¹⁸ Cité par Evrard, Pras, Roux, 2003 ; p.95

La motivation au recours à la méthode de cas comme « une stratégie de recherche à part entière et se centrer sur l'examen des processus décisionnels » (Yin, 1990¹⁹) est justifiée par trois raisons :

- Un sujet de recherche peu investigué dans la littérature académique :

D'abord, l'étude du processus de construction des fonds ISR est un sujet **peu investigué dans la littérature académique**. L'étude de cas qualitative exploratoire nous a permis de nous rapprocher des gérants de fonds, cette méthode est adaptée « si on suppose alors le domaine investi comme peu défriché dans son thème ou dans son mode d'approche » (Hlady-Rispal, 2015, p.256).

- L'originalité de l'objet de recherche :

Ensuite, **L'originalité de notre objet de recherche**. L'obligation ESG constitue un outil innovant qui commence à se développer en faveur de l'investissement socialement responsable, il permet de flécher les fonds vers des projets selon des critères de sélection ESG. Le recours est justifié par « la singularité de l'objet de recherche » (Hlady-Rispal, 2002).

- Le caractère pionnier des cas étudiés :

Enfin, Les cas étudiés sont **deux cas pionniers en France**, deux innovations dans le domaine de l'investissement socialement responsable, différents dans le mode d'organisation mais convergent vers le même objectif qui est de proposer un produit ESG qui a de l'appétence pour les investisseurs souhaitant investir d'une manière responsable.

1.2.2 L'étude de cas au cœur de notre travail de recherche

Notre objectif est de comprendre la perception des deux modes d'organisation du point de vue du gérant de fonds, et analyser le processus de construction de fonds ISR. La première phase préliminaire nous a permis de délimiter notre sujet de recherche, d'élaborer un protocole méthodologique, d'affirmer notre problématique et enfin d'identifier des axes de littérature qui ont été examinés. Notre démarche de recherche est fondée sur une étude de cas (Yin, 2012) de nouveaux phénomènes.

¹⁹ Cité par Hlady-Rispal, 2015, p.254

1.2.2.1 L'identification des cas

L'identification du nombre de cas est un sujet qui fait débat. Toutefois, dans notre cadre les deux cas étudiés sont les seuls cas existants à l'instant T. Microfis, une société de gestion, qui lance la première « obligation Microfinance » cotée, sur un marché international. Le deuxième cas concerne la multinationale Air Liquide, qui innove et émet la première obligation labélisée ISR dont le projet est de refinancer deux acquisitions de santé Gasmedi et LVL Médical. L'opération a suscité un grand attrait de la part des investisseurs et permis à Air Liquide d'être le pionnier dans le domaine de l'obligation responsable.

1.2.2.2 La composition de l'échantillon

Dans cette première phase, nous nous sommes appuyés sur des données secondaires (témoignages, conférence de presse, article de revue scientifique, articles scientifiques, articles de presse, documents internes) pour collecter nos données. L'encadré : Liste des documents utilisés pour collecte de données présente l'ensemble des documents sollicités.

Dans un second temps, nous avons eu recours à des entretiens semi-directifs avec quatre acteurs qui ont participé à ces opérations, la durée des entretiens est d'environ 35 à 45 minutes afin de nous apporter des éléments sur les deux opérations financières. Ces entretiens semi-directifs ont fait l'objet d'enregistrement à l'aide d'un magnétophone sur la base d'un guide d'entretien préconçu.

Le premier auprès de Mr Jacques Molgo et ensuite, Mr Edouard Neyrand, directeurs de la trésorerie et des financements de l'entreprise Air Liquide pour nous apporter des éléments sur l'opération financière. Nous sommes partis d'un guide d'entretien composé de questions ouvertes. Les thèmes abordés lors de ces entretiens sont présentés dans le tableau suivant.

- **Le profil et la place de la finance responsable dans le métier**
- **Les caractéristiques de l'émission d'obligataire ISR**
- **Les objectifs d'Air Liquide après cette émission d'obligation ISR**
- **L'impact de l'opération**
- **La valeur apportée aux différents partenaires**
- **Les raisons de réussite de l'opération**

Le troisième entretien a été mené avec Mme Julie Petit responsable marketing et développement durable chez Vigéo, afin de nous éclairer sur le processus de notation extra-financière des émissions socialement responsables ainsi que sur l'intérêt pour les investisseurs ISR puisque c'est Vigéo qui a noté les deux émissions d'obligations. La grille d'entretien est présentée ci-dessous.

- **Le processus de notation chez Vigéo**
- **Les caractéristiques des deux émissions d'obligation ISR**
- **Les objectifs des émissions d'obligations ISR**
- **Les raisons de réussite ou de l'échec**

Enfin, le dernier entretien semi-directif a été mené auprès d'un professionnel de la finance pour nous éclairer sur le cas de Microfis. C'est un investisseur ISR « gérant de fonds » qui a suivi les deux opérations. Le guide d'entretien a été composé de questions ouvertes et construit à partir d'éléments et de concepts issus de notre étude documentaire ainsi que des informations collectées à travers nos premiers entretiens semi-directifs. Il est composé de sept thèmes qui sont présentés ci-dessous.

- **Le profil du gestionnaire et la place de la finance responsable dans son métier**
- **L'avis du gestionnaire sur l'obligation socialement responsable « ISR » et sur la désintermédiation**
- **L'avis du gestionnaire sur les deux modes d'organisation de la transaction**
- **La perception du gestionnaire et son degré de confiance dans les deux émissions ISR**
- **Le processus de construction de portefeuille ISR**
- **Le recyclage dans les fonds ISR**
- **La relation avec les investisseurs à sensibilité ISR**

1.2.3 La collecte de données

Nous procédons à la retranscription des données pour mener une analyse textuelle dans un premier temps. Ensuite, dans un second temps nous procédons à l'analyse du discours de l'ensemble des répondants grâce à un logiciel d'analyse lexicale Alceste (2012). Cet outil d'analyse « lexicométrique » permet de faire une analyse détaillée du vocabulaire dans le discours, construire un groupe homogène et procède à une « classification » permettant de repérer les éléments les plus significatifs et les trier selon leur pertinence. La phase de lemmatisation permet dans un premier temps d'éliminer les « bruits », c'est-à-dire les formes de mots qui sont peu utilisés et qui viennent parasiter l'analyse. L'analyse lexicale propose d'analyser le corpus à partir des « unités de contextes élémentaires » selon lesquels le logiciel détermine les corrélations. Plus les mots se retrouvent dans les mêmes « unités de contextes élémentaires » à plusieurs reprises et plus la corrélation est plus forte. Ensuite, le logiciel regroupe ces « unités de contextes élémentaires », sous forme de classes qui sont représentées par des mots clés en fonction de leur fréquence, par des « formes représentatives » ou des « catégories représentatives de classes » (Normand Roy et Roseline Garon, 2013). Enfin, le logiciel permet de faire une analyse factorielle (AFC) pour déterminer la répartition des mots employés dans les différentes classes de mots liés. La mise en cohérence de tous ces éléments permet de mieux comprendre le contenu, de visualiser le contenu et de synthétiser les éléments étudiés

Synthèse du chapitre préliminaire

A l'issue de notre présentation du paradigme épistémologique de la recherche articulant la **réflexion épistémologique** (Raymond-Alain et al., 2014) et le chemin **collecte de données**, nous présentons « **la logique de la recherche** » (Gombault, 2005)²⁰ qui comprend : (1) l'objectif de recherche, (2) la posture épistémologique adoptée et (3) la démarche de production et d'analyse des données.

Par ailleurs, les partisans des méthodes mixtes nous amènent à soutenir l'idée que l'utilisation des méthodes mixtes permet d'enrichir le design de recherche « soit en amont (questionnement), soit en aval (résultat), soit aux deux niveaux, là où les recherches précédentes parlaient uniquement d'un enrichissement des résultats (en aval) » (Aldebert, Rouziès, 2011, p.54). Toutefois, il est important de bien choisir la méthodologie de collecte de données pour faire face à la limite quant « à la méthodologie de collecte de données retenue » (Aldebert et Rouziès, 2011, p.22). Par conséquent, la problématique guide le choix du chercheur lors de son positionnement épistémologique et lors de la phase de collecte et traitement de données.

²⁰ Cité par Stéphan (2012).

Tableau 3. La logique de la recherche

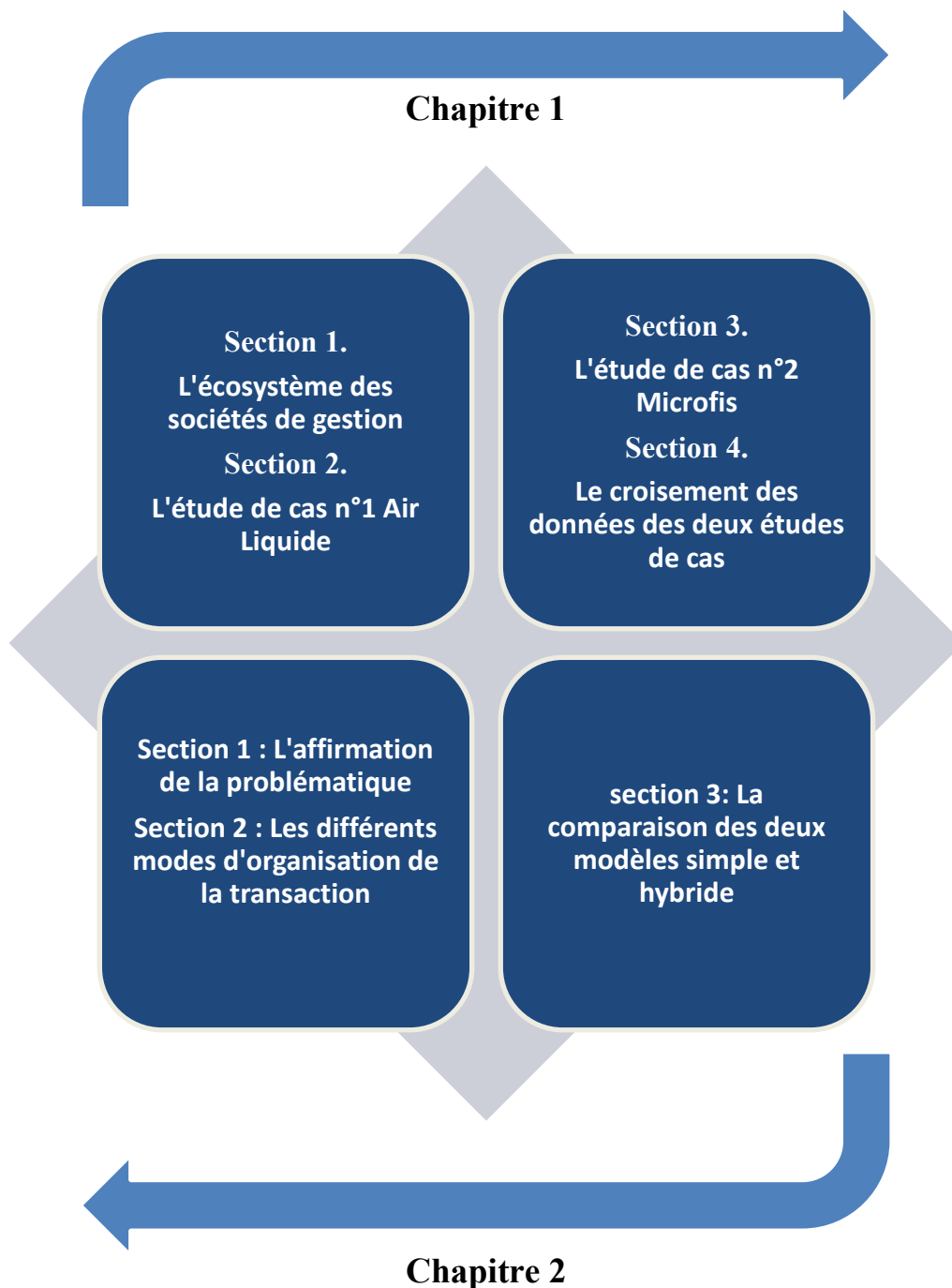
La nature		La justification	La réalisation
L'objectif de recherche	Exploratoire	<ul style="list-style-type: none"> ✚ la connaissance est peu existante sur la question de recherche. ✚ Soulever une question de recherche qui est peu investiguée. ✚ Etudes de cas pionniers. 	<ul style="list-style-type: none"> ✚ Comprendre l'organisation des deux émissions obligataires, le processus de construction de fonds, le processus d'hybridation et les relations partenariales entre les acteurs. ✚ Mobiliser la théorie pour construire les données ✚ Phase quantitative d'analyse
	Interprétativiste	<ul style="list-style-type: none"> ✚ La réalité a une essence, dépendante du chercheur 	<ul style="list-style-type: none"> ✚ Construction du questionnaire ✚ Interpréter les informations issues de la phase exploratoire ensuite les résultats issus de la phase quantitative.
Le chemin e production et d'analyse de données	Raisonnement abductif	<ul style="list-style-type: none"> ✚ L'objectif du chercheur est de comprendre les relations partenariales avec les acteurs et le mode d'organisation des émissions obligataires. ✚ Le raisonnement relève d'un processus allers-retours successifs entre la théorie et le terrain avec l'ambition de complémentarité. 	<ul style="list-style-type: none"> ✚ La démarche vise à étudier la perception des modèles d'organisation du point de vue du gérant de fonds à l'origine de la construction des fonds au travers d'une complémentarité entre le champ théorique déjà existant et la réalité empirique.
	Raisonnement déductif	<ul style="list-style-type: none"> ✚ L'objectif du chercheur est de comprendre et ensuite tester empiriquement 	<ul style="list-style-type: none"> ✚ La démarche vise à construire un modèle.
	Utilisation des méthodes mixtes	<ul style="list-style-type: none"> ✚ Problématique complexe qui nécessite une présence rapide sur le terrain ✚ La phase qualitative exploratoire permet de cerner la problématique e recherche 	<ul style="list-style-type: none"> ✚ Le protocole méthodologique et de collecte de données vise à explorer, ensuite construire des données qui seront analysés globalement en quantitatif et enfin interpréter les résultats (conception séquentielle).

Titre 1 – La comparaison de deux émissions obligataires pionnières

Introduction du titre premier

Le titre premier sera dédié à la présentation de l'écosystème des sociétés de gestion, la présentation des études de cas pilotes et à la légitimation de l'articulation théorique autour des axes de littérature qui ont émergé de nos études de cas.

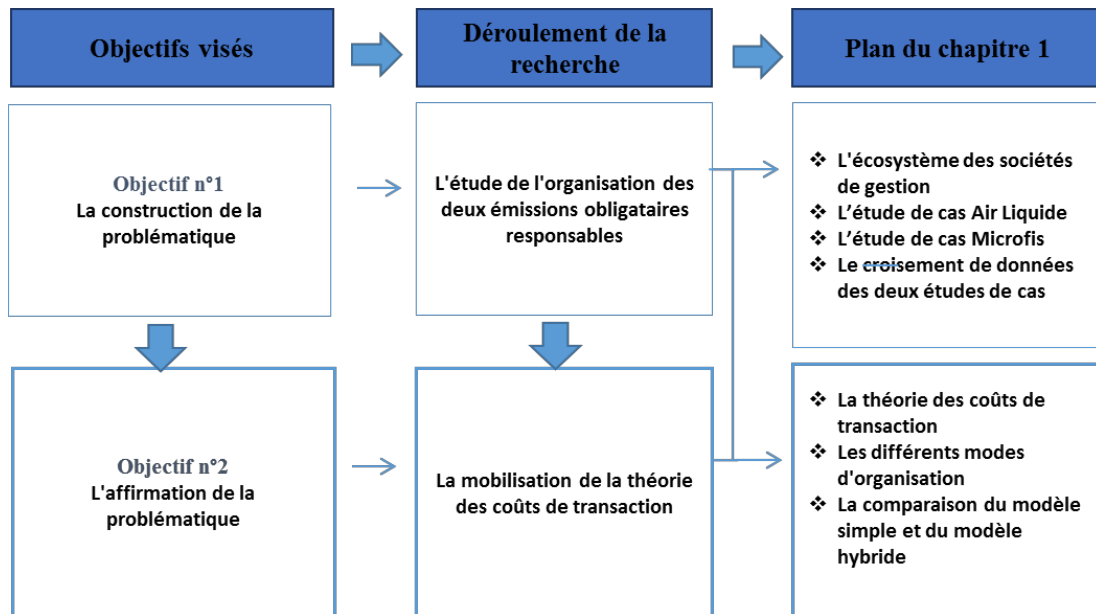
La figure ci-après résume le plan de notre titre premier de la présente thèse.



Le plan du titre premier

Dans le premier chapitre, nous présentons les études de cas, nous situons le rôle de la société de gestion dans les deux cas et enfin nous comparons nos deux études de cas pour en tirer des conclusions qui nous amène à construire notre problématique. En chapitre second, nous affirmons notre problématique en mobilisant la théorie pour construire notre modèle.

Figure 4. Plan du titre premier



Chapitre 1 – Etude de l'organisation des deux émissions obligataires responsables

Introduction du chapitre 1

Le présent chapitre est dédié à la présentation de l'écosystème de la société de gestion et à l'étude en profondeur de deux cas d'émission obligataire ISR.²¹ L'étude exploratoire représente le point de départ de notre réflexion sur le sujet. L'objet est d'étudier deux modèles d'organisation. La figure ci-dessous synthétise la structure du chapitre premier relatif aux études de cas pilote.

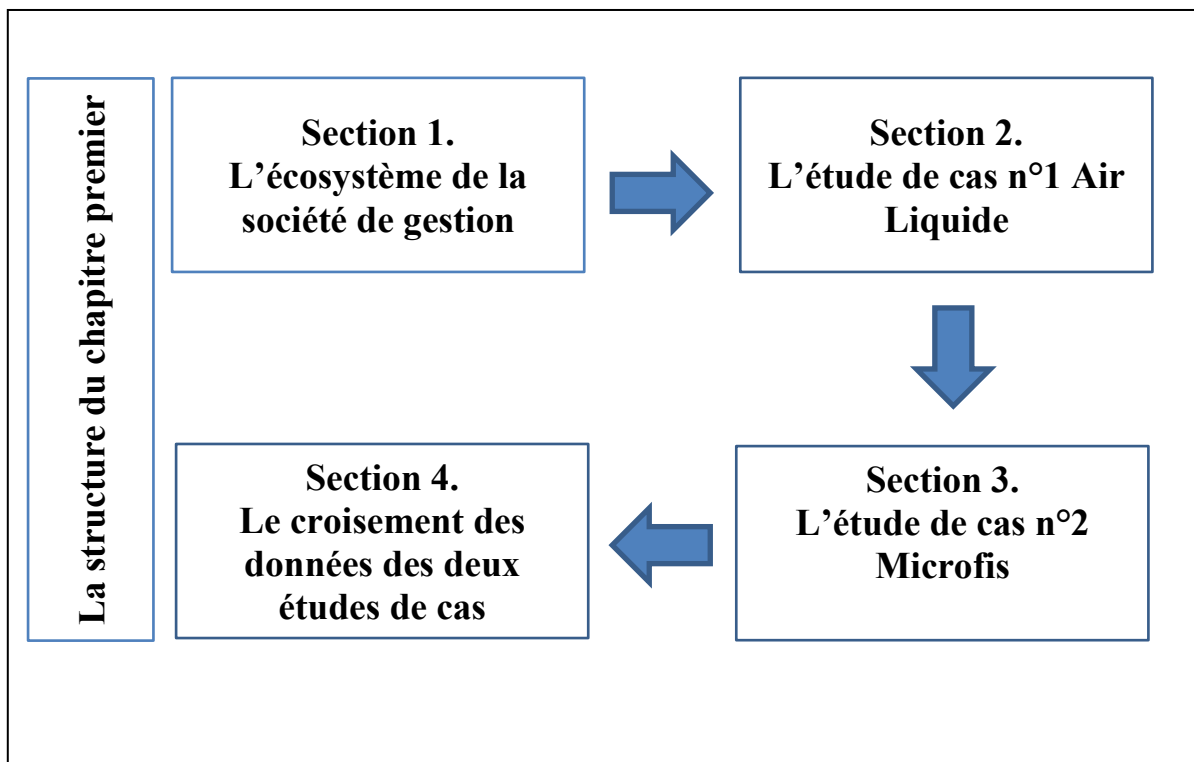


Figure 5 : *La structure du chapitre premier*

²¹ Selon des critères extra-financiers d'Investissement Socialement Responsable

Chapitre 1 : Etude de l'organisation des deux émissions obligataires responsables

L'étude de cas exploratoire proposée porte l'attention sur la comparaison des modes d'organisation de deux émissions obligataires socialement responsables, à destination des investisseurs qui veulent intégrer des critères de sélection ESG²² dans leur processus de sélection d'actifs. Toutefois, l'objet de nos études de cas permet d'explorer un thème qui est peu investigué par la littérature en stratégie.

1.1. Les objectifs des études de cas préliminaires

L'élaboration d'un plan de recherche dans cette phase exploratoire, vise à réaliser les objectifs suivants :

1.1.1. Objectif n°1 Situer le rôle du gérant de portefeuille dans l'écosystème

Notre premier objectif est présenter l'activité ESG de la société de gestion et son rôle dans la construction des fonds ISR. En effet, nous mettons en lumière le métier de gérant de portefeuille dans l'écosystème.

1.1.2. Objectif n°2 : La délimitation du sujet

Nous avons choisi d'utiliser la méthodologie exploratoire études de cas préliminaires, afin de délimiter notre sujet de recherche. La visée de notre recherche qualitative exploratoire est de découvrir en profondeur un phénomène peu investigué (Hlady Rispal, 2002). Toutefois, l'objectif visé étant d'accéder rapidement à observer « un morceau de la réalité » (Boutigny, 2005, p.59). En effet, il s'agit d'étudier les modèles organisationnels des deux cas, de situer le rôle de la société de gestion dans chaque cas et de faire la comparaison des deux cas pionniers.

1.1.3. Objectif n°3 : La construction de la problématique

La phase de comparaison et de discussion autour des études de cas préliminaires a pour objectif de nous amener à construire notre problématique, tout en posant une question de recherche qui sera le fil conducteur de notre travail doctoral. Pour Thiétart (1999, 2003, p.49), il s'agit de

²² Critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance que constitue l'analyse extra-financière

« légitimer une problématique », au « sens d'un problème concret » ou « d'une question à résoudre ».

1.1.4. Objectif n°4 : L'identification des théories à mobiliser

Notre quatrième objectif à travers les études de cas préliminaires vise à déterminer les variables discriminantes et ainsi, les théories à mobiliser pour appréhender notre objet de recherche.

1.2. Le plan de la recherche

Pour présenter les résultats de nos études de cas, nous adoptons le plan suivant. Dans la section 1, nous présentons l'écosystème des sociétés de gestion. Dans la section 2, nous présentons l'étude de cas Air Liquide. Dans la section 3, nous présentons l'étude de cas Microfis. Enfin, dans la section 4, nous présentons la comparaison des deux études de cas.

La figure ci-dessous présente les objectifs, le déroulé de recherche ainsi que le plan adopté pour ce chapitre.

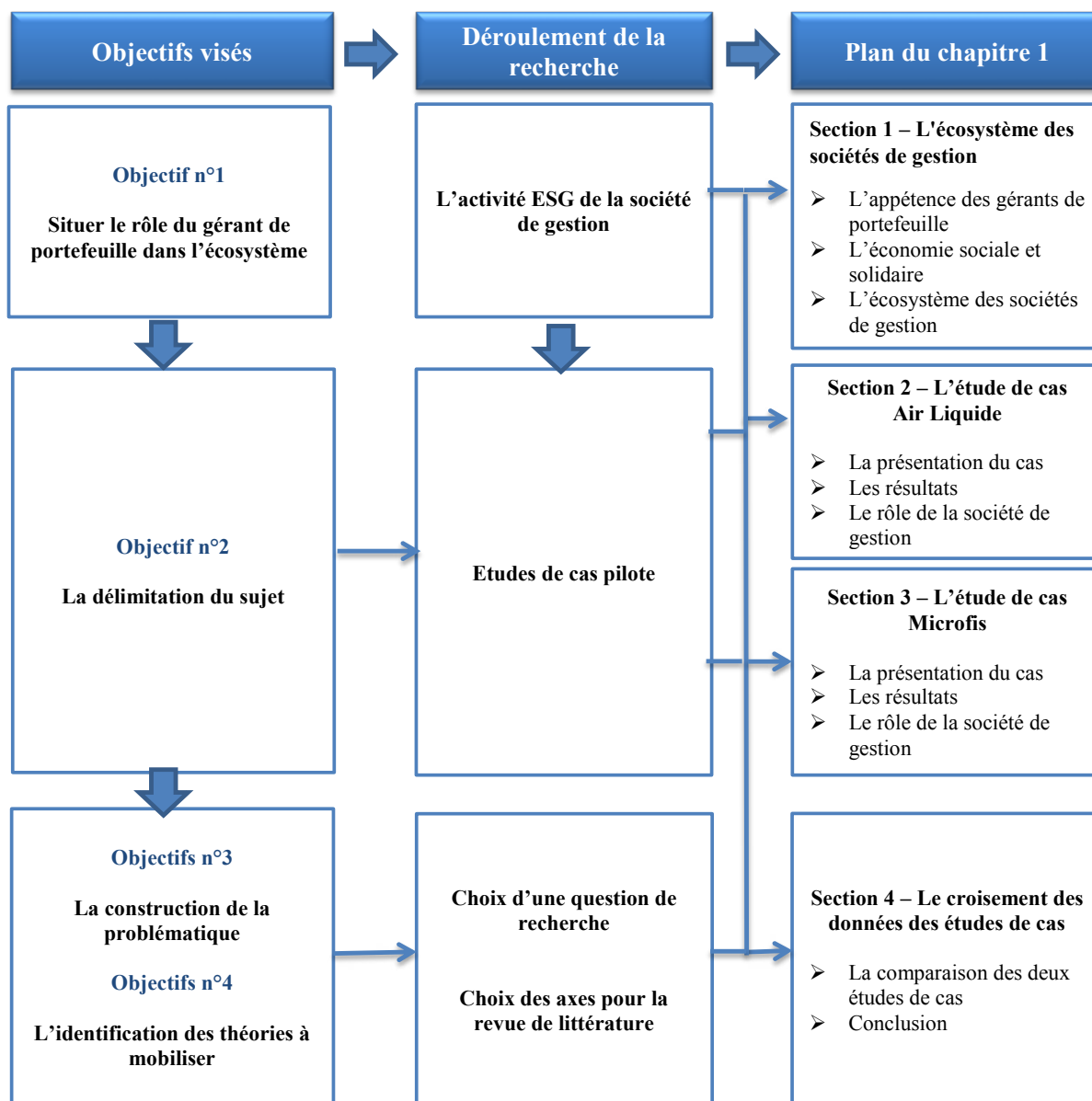


Figure 6 : Le plan du chapitre 1 du titre 1

Section 1. Ecosystème des sociétés de gestion

Cette première section est dédiée à la présentation de l'écosystème de la société de gestion. Toutefois, les objectifs et le plan de cette première section sont précisés dans la figure ci-dessous.

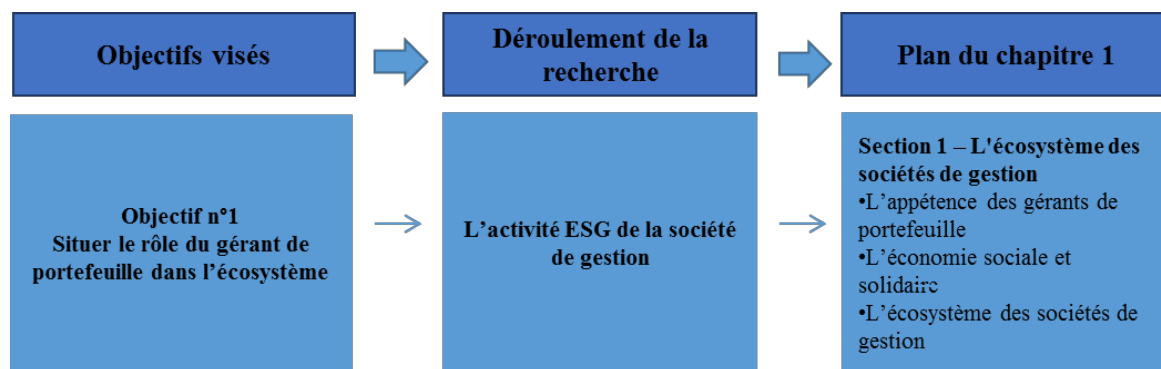


Figure 7 : Plan de la section 1 du chapitre 1

1.1 L'appétence des gérants de portefeuille : Contexte et enjeux

De l'émergence à la généralisation de l'Investissement Socialement Responsable

Le marché de l'Investissement Socialement Responsable connaît une croissance de plus en plus forte ces dernières années autour des enjeux de développement durable. L'investissement socialement responsable est la prise en compte des aspects de développement durable dans les décisions d'investissement. Ainsi, ce nouveau mode d'investissement intègre des valeurs éthiques, de respect de l'environnement, du cadre social, sociétal et de bonne gouvernance. Son principe reposait sur les exclusions des entreprises qui ne respectaient pas certaines valeurs éthiques et qui sont orientées dans des activités dites « immorales » comme l'alcool, le tabac, etc. Ce mouvement a évolué par la suite et passé d'une logique d'exclusion à une logique de sélection positive récompensant les entreprises qui prennent en compte les aspects liés du développement durable dans leurs activités.

Parallèlement, de nouvelles approches qualifiées d' « intégration ESG » se sont développées et qui consistent à la prise en compte des enjeux ESG²³ dans la gestion traditionnelle. Dans la littérature qui explore la convergence de la gestion d'actifs classique et l'Investissement Socialement Responsable, de nombreux travaux soulèvent la question liée au processus de *mainstreaming* pour relever des pratiques liées à la prise en compte des aspects extra-financiers dans la gestion traditionnelle. (Schueth, 2003 ; Sparkes & Cowton, 2004 ; Arjaliès, 2010 ; Crifo, Mottis, 2011 ; Azoulay, Zeller, 2006 ; Revelli, 2012, 2013).

Depuis les années 90, « les fonds d'investissement orientés développement durable offrent un éclairage intéressant sur ce processus de convergence vers la gestion d'actifs classique » (Crifo, Mottis, 2011). Ces fonds sont différents des « fonds éthiques » apparues aux Etats-Unis dans les années 20 interdisant tout investissement dans les industries dites de péchés : alcool, jeux d'argent, etc ; ou encore des « fonds socialement responsables » apparus dans les années 60 qui appliquent des critères liés aux droits de l'Homme, à l'environnement en matière de choix d'investissement. (Crifo, Mottis, 2011)

²³ Environnement, Social, Gouvernance

En ce sens, le marché de l'ISR en France poursuit son évolution. Les chiffres de 2017 de Novethic démontrent une dynamique de croissance et une hausse d'attractivité pour les fonds ISR.²⁴

L'article de C. Revelli et J.L. Viviani (2012), vient compléter cette littérature existante sur l'évolution du marché de l'Investissement Socialement Responsable et démontrer le lien entre ISR et performance financière ou boursière.

De façon croissante, nombreux sont les investisseurs qui intègrent les critères extra-financiers dans leurs décisions d'investissement. La perception des marchés financiers a évolué et compte à présent une demande de plus en plus croissante des investisseurs autour de l'élargissement de communication des émetteurs autour des aspects extra-financiers. Ainsi, « l'évolution du marché de l'ISR représente donc un enjeu considérable ce qui touche la responsabilité sociale des entreprises » (Scholtens, 2006).

En ce sens, les sociétés structurent davantage leur communication autour de leur responsabilité sociale, tant pour se conformer au dispositif de « Grenelle », tant pour répondre aux attentes de leurs parties prenantes et particulièrement ceux de leurs investisseurs. La nouvelle loi de 2016 vient dans ce sens obliger les sociétés à communiquer autour de leur responsabilité sociale et ainsi faire un reporting extra financier de leurs pratiques RSE.

1.2. L'Economie Sociale et Solidaire

L'Economie Sociale et Solidaire (ESS) intrigue. Elle représente une pluralité de pratiques, d'échanges économiques et des nouvelles formes d'économie dans la société en faveur d'une action sociale et collective, fédérant ainsi plusieurs acteurs afin d'œuvrer pour une finance solidaire et financer des activités économiques selon un principe de partage.

Le concept d'économie sociale et solidaire remonte à plusieurs siècles. Cependant, il ne cesse d'évoluer et de se structurer progressivement. La révolution industrielle qui marque le passage d'une société agricole à une société de production a entraînée des bouleversements au niveau économique et social plaçant la question de la solidarité au cœur de l'organisation (Lacroix, Slitine ; 2016).

²⁴ Une hausse de 14% par rapport à 2016 pour atteindre 134,7 Mds€

1.2.1. D'une finance alternative vers une finance sociale et solidaire

Les débuts des années quatre-vingt, ont été marqués par une transformation profonde dans le mode de régulation des activités financières. L'adoption de la loi bancaire de 1984²⁵ favorisant le modèle de banque universelle, la réforme de la politique d'encadrement public du crédit à l'origine de la difficulté d'accès au crédit et l'augmentation dans les taux d'intérêts qui atteignent des niveaux records (Vidal, 2003), marque cette nouvelle aire de désintermédiation, de financiarisation qui est à l'origine des exclusions de certaines catégories professionnelles (artisans, PME, TPE) (Vallat, 1999 ; Guérin, 2002).

Ainsi, le changement dans le secteur de la finance s'accompagne de nouvelles formes d'intermédiation financière et bancaire qui voient le jour, d'une augmentation du poids des investisseurs institutionnels, d'une augmentation des revenus de capital que ceux du travail, et d'une plus grande diversification dans la gamme des produits de placement (Glemain, Taupin, 2007).

La fin des années 1980 marque l'émergence d'une nouvelle finance qualifiée de finance « solidaire », qualifiée parfois de finance à but social (Bayard S., Muet P.A, Pannier-Runacher A., 2002), en parallèle de ce profond changement dans le secteur de la finance pour lutter contre les « effets négatifs de la logique capitaliste » (Glemain et Taupin, 2007, p.632). Emerge alors, une finance alternative pour militer contre le chômage, contre l'inefficacité des politiques de lutter contre celui-ci et contre les difficultés d'accès aux financements, favorisant ainsi la création d'emploi de proximité (Gautier, 1983) et, le retour d'une liaison intime entre l'épargne et l'investissement d'un côté et entre la sphère financière et la sphère réelle de l'autre (Glemain et Taupin, 2007).

Les premières structures de finance solidaire voient le jour. Les « clubs d'investisseurs pour une gestion alternative et locales de l'épargne » ou Cigales en 1983, le CCFD (comité catholique contre la faim et pour le développement), SIDI (solidarité internationale pour l'investissement et le développement) par la création du « premier produit de partage » en 1983, la société de capital-risque solidaire Garrigue coopérative créée en 1985 et, l'association Habitat et Humanisme en 1985 (Cité par Glemain et Taupin, 2007, p.631). Toutefois, malgré la diversité des structures et des produits issus de la finance solidaire, les différentes formes de finance solidaire présentent des caractéristiques communes s'inscrivant dans un mouvement de

²⁵ Cité par Artis (2011, p.8)

« résistance au capitalisme patrimonial », « les classant dans la maison de l'économie sociale et solidaire à égale distance entre le marché et l'Etat » (Prades, 2001, Cité par Glémain et Taupin, 2007, p.632).

D'après Lacroix, Slitine (2016) de nombreuses initiatives voient le jour. Les premières « structure de l'économie sociale » sont des « sociétés de secours mutuel », dont l'objectif est la prise en charge des besoins fondamentaux des organisations ouvrières d'une manière collective (pensions de retraite, logement, nourriture, invalidité, etc.). Les années 1830 marquent la création des associations de production par le mouvement ouvrier, qui deviendront les SCOP par la suite (sociétés coopératives de production). L'année 1871, marque la création de la première Union départementale de mutuelles à Lyon. Les premières « coopératives de consommation », de « production » et de « crédit » voient le jour. Ainsi, les caisses de Crédit Agricole et les Banques Populaires furent créées permettant l'accès au crédit à tous les membres afin de développer leurs activités alors que les banques classiques refusaient de leur accorder le crédit.

La structuration de l'économie sociale et solidaire permet de concilier performance économique et utilité sociale et sociétale. Ainsi dans les années 1980, de nouvelles formes d'organisation voient le jour et tendent de réinventer les relations économiques. On parle de mutuelles, de coopératives, d'associations et des fondations dont les finalités peuvent varier mais avec une même finalité économique et sociale.

Les années 1990 ont marquées par le développement de plusieurs initiatives face à un contexte accentué par la crise économique et par le chômage, dont l'objectif est d'aider les populations en situation d'exclusion et les accompagner dans l'insertion professionnelle. L'économie sociale et solidaire s'est élargie et cherche à innover pour résoudre des problèmes sociaux.

On assiste alors à un développement de circuit court de financement avec une logique prônant de l' « épargnant citoyen » tout en impliquant les citoyens dans l'économie (Glémain P., 2004 ; H.Rouillé d'Orfeuil, 2002). D'autre part, les ressources issues de cette nouvelle forme de finance provient principalement des « ressources de la réciprocité » (Glémain et Taupin, 2007) : épargne solidaire, bénévolat bien qu'il y ait recours aux réseaux des acteurs.

Dans ce contexte, émergent des initiatives en faveur du développement des activités économiques locales et en faveur des activités environnementales. Dès lors, une logique d'offre et de demande se rencontre entre les épargnants soucieux de donner sens à leur argent et

participer à l'économie locale d'un côté et, des entrepreneurs recherchant une autonomie financière pour pouvoir développer leur activité économique de l'autre côté.

Aujourd'hui, la finance solidaire continue d'évoluer et d'affirmer sa place à côté de la finance classique. Selon le rapport publié par la Croix et l'association Finansol, environ 196 000 « produits d'épargne solidaire » ont été souscrits en 2016. Les sommes déposées s'élèvent à 1.3 milliards d'euros en France pour un encours total de 9.76 milliards d'euros au 31 décembre 2016, soit une hausse de 15,5 % en un an. 5 millions d'euros ont été distribués sous forme de dons à des associations, grâce aux fonds de « partage » principalement à Habitat et Humanisme premier bénéficiaire devant le CCFD-Terre solidaire et Terre Humanisme.

Dans la même optique, on s'oriente ces dernières années de plus en plus sur des fonds hybrides (Guérin et Servet, 2005) en provenance des ressources publiques et privées. En France, les autorités publiques interviennent pour soutenir les politiques visant à promouvoir la création ou la reprise d'entreprise. L'interventionnisme de l'état peut prendre diverses formes, des incitations fiscales (Abélès, 2001), une prise de participation, des subventions, tout en impliquant la solidarité à une échelle de proximité local et international (Guérin et Servet, 2005).

Ainsi, deux visions différentes de la finance solidaire s'affrontent, deux écoles de pensées différentes. La première considérant la finance solidaire comme « un champ d'études et lieu théorique d'opérations bancaires et financières », qui est définie comme une appropriation des citoyens des services bancaires et financiers sur la base de ressources hybrides. La deuxième considérant la finance solidaire comme un outil de « cohésion sociale et de solidarités » avec les personnes qui sont exclues du système bancaire et financier classique (Glémoin et Taupin, 2007). Néanmoins, les deux visions s'accordent sur la volonté de favoriser l'initiative économique et œuvrer pour l'économie sociale et solidaire.

Le secteur de la finance solidaire a connu une croissance rapide lors de ces dernières années. En ce sens, la microfinance a fait apparition dans les années 70, avec la création de la Grameen Bank au Bangladesh par le professeur Muhammad Yunus. La mission était de permettre aux pauvres de développer leurs activités économiques. On compte aujourd'hui plus de 105 millions de personnes dans le monde ayant recourt au microcrédit (rapport de l'ADIE : Association pour le droit à l'initiative économique). Le concept « d'entrepreneuriat social »²⁶ s'est fortement

²⁶ Concept lancée en 1993 aux Etats-Unis par Harvard Business School

développé, notamment en France et suscite beaucoup d'intérêt auprès des politiciens, chercheurs, des praticiens et du grand public Lacroix, Slitine (2016). On note que Muhammad Yunus, fondateur de la Grameen Bank au Bangladesh est le premier entrepreneur social à avoir fondé la première institution de microcrédit au Bangladesh ce qui lui a permis de recevoir le prix Nobel de la paix en 2006. La loi du 31 juillet 2014 témoin de cet engouement et d'une reconnaissance « institutionnelle » qui permet le développement et l'évolution d'une prise en compte de l'économie sociale et solidaire au niveau national et européen.

Cependant, la finance solidaire et la microfinance se rejoignent dans la finalité et questionne la place des acteurs dans le financement de l'économie. A travers le micro-crédit, la microfinance s'adresse à un public qui est exclu du système financier classique et, propose des prêts à faible montant à ce dernier. Par exemple, l'ADIE a accordé 160 000 micro-crédits depuis sa création, 18 000 personnes financées en 2015, 225 emplois créés par semaine et œuvre dans le financement, l'accompagnement et l'amélioration de l'environnement institutionnel du micro-crédit en octroyant des micro-crédits sous forme de prêts d'honneur pouvant atteindre 10 000 euros à des créateurs d'entreprise. France Active, financeur solidaire pour l'emploi, un réseau de proximité dédié aux entrepreneurs qui donne aux entrepreneurs engagés le moyen d'agir sur leur territoire en aidant les personnes en difficultés à créer leur entreprise ou trouver de l'emploi, 35 698 emplois sont créés ou sauvegardés, 7 362 projets financés et 269 milliards d'euros mobilisés depuis sa création.

Toutefois, la logique du micro-crédit a évolué au cours des années en passant d'une logique sociale à une logique inclusive. En ce sens, Cadiou (2013) s'intéresse à l'évolution des différentes approches et modèles de microcrédit. Il identifie, l'approche « sociale » se rattachant à la notion d'utilité et dont le don permet aux agents exclus d'accéder à la ressource afin d'améliorer leur niveau de vie. La performance recherchée est sociale, mais l'équation est « difficilement soutenable » dans le sens où les coûts et le risques deviennent plus élevés vis-à-vis de la dépendance des donateurs.

Ensuite, une deuxième approche « institutionnelle » posant la question sur la « viabilité » de l'IMF. En ce sens, la question de la rentabilité est soulevée et permet d'envisager l'intermédiation d'une manière plus efficace. La finalité repose sur création d'une « *performance qui relève de la création de valeur sociale réalisée dans un contexte d'assise financière des institutions* » (Cadiou, 2013, p.79). Même si l'équation devient plus réaliste et

soutenable (Robinson, 2001), les limites relevées concernent le coût du microcrédit et les limites de l'intermédiation bancaire (Cadiou, 2013).

Enfin, l'approche « inclusive » pour financer la croissance du microcrédit en passant par l'inclusion financière. L'inclusion financière implique un ensemble de partenaires et ouvre la voie à des architectures partenariales d'un côté, l'IMF organisant elle-même la désintermédiation auprès de ses clients et de l'autre côté, l'élargissement du microcrédit à une plus grande échelle auprès de la communauté financière (Cadiou, 2013).

Certes le secteur de microfinance a connu une croissance ces dernières années, à travers sa mission noble qui est d'offrir à des gens en situation précaire un ensemble de services financiers pour leur permettre de développer leurs activités économiques et ainsi favoriser l'initiative économique. Néanmoins, plusieurs difficultés mettent un frein à la réussite de l'étape de l'inclusion financière à l'échelle internationale, liés à la maîtrise de la ressource et du risque de crédit (Cadiou, 2013).

Cependant la question de la mobilisation des ressources est soulevée pour pallier aux insuffisances des financements avec une offre qui demeure largement inférieure à la demande (Christen, Cook, 2003 ; Seibel, 2003 ; Creusot, Anne-Claude, Poursat, 2009 ; Cadiou, 2013). Toutefois l'implication du secteur financier exige une meilleure traçabilité des investissements, une pérennité financière des instituts de microfinance et une visibilité pour les investisseurs.

1.2.2. Rencontre de l'offre et de la demande en microfinance

La microfinance s'est développée dans un contexte de « libéralisation des marchés » pour répondre aux besoins financiers des populations, y compris les plus pauvres. A ce titre, le microcrédit représente un outil qui permet aux gens pauvres de bénéficier d'un crédit et d'avoir la possibilité d'exercer une activité indépendante, tout en bénéficiant des services financiers afin de développer leurs activités.

Pour combler cet écart entre la demande en microfinance et l'offre qui reste croissante mais à un rythme lent, il est nécessaire de combiner « ressources locales » et « marchés internationaux » pour reprendre l'expression de Creusot, Anne Claude et Poursat (2009, p.31). Le développement du secteur de la microfinance devra alors passer un développement de l'offre au niveau local mais aussi par la levée de fonds sur les marchés internationaux de capitaux.

De fait, le rythme de croissance du secteur de microfinance devient lent par rapport aux besoins futurs (Creusot, Anne Claude, Poursat, 2009). Afin de satisfaire les besoins futurs du secteur, l'enjeu pour ces auteurs est d'inciter les IMF à lever l'épargne au niveau local ainsi qu'au renforcement des fonds des IMF par un accompagnement du secteur bancaire local. En parallèle, ces auteurs préconisent de s'orienter vers les « marchés internationaux de capitaux » pour promouvoir le secteur de la microfinance.

Dans ce contexte, Guérin et Servet (2005) aborde cette question de la microfinance en la positionnant dans une dimension néolibérale, dans laquelle le microcrédit est considéré comme un « *outil au service de la loi de l'offre et de la demande* » (p.6). Certes, les différents objectifs de développement en faveur du secteur de la microfinance se veulent d'intégrer plusieurs catégories d'acteurs (investisseurs, Instituts de microfinance, ONG, bailleurs de fonds, etc.) et de permettre de massifier les ressources pour permettre aux organisations existantes de se développer. En ce sens, pour parvenir à donner l'accès aux services financiers à un plus grand nombre de pauvres, Guérin et Servet (2005) supposent que les organismes de microfinance puissent accéder eux-mêmes au marché financier et être rentables afin de pouvoir attirer des capitaux privés.

Cette question liée à la rentabilité et la pérennité financière a été notamment soulevée par C. Cadiou (2013). Il aborde la question la réussite de « l'étape de l'inclusion de la microfinance » pour permettre de diffuser le microcrédit à grande échelle et, s'intéresse aux nouvelles expériences partenariales qui peuvent résoudre cette problématique liée au manque des ressources.

Cette dynamique d'hybridation de ressources mobilise un ensemble d'acteurs œuvrant en faveur de l'économie sociale et solidaire. Les organisations non gouvernementales à travers leurs actions en faveur du social et en particulier le développement économique et l'inclusion sociale. En France l'ADIE est parmi les plus grandes ONG qui sont créés et développées autour du principe de microcrédit. L'objectif de l'ADIE est de financer les créateurs d'entreprise n'ayant pas la possibilité d'accès au crédit bancaire, accompagner ces créateurs pour la création de leur entreprise et contribuer à l'amélioration du cadre institutionnel en faveur du développement du microcrédit et de la création d'entreprise. L'ADIE finance la création et le développement de l'activité jusqu'à 10 000 euros pour tous les types d'investissements, des prêts d'honneur sans intérêt à hauteur de 4 000 euros. Ces organisations reçoivent des

subventions publiques de la part de l'Etat, des institutions publiques au niveau régional, national et européen.

Les associations, à travers la sélection des projets, la mise en réseau et parfois la sélection des IMF à forte valeur sociale et pour lesquelles l'accès au financement est difficile. Les instituts de microfinance, offrant des produits financiers et des services d'accompagnement social des micro-entrepreneurs et servant de passerelle entre les apporteurs de capitaux et les créateurs de projets. Les autorités publiques, Les collectivités locales et régionales, à travers les différentes initiatives en faveur de la microfinance, de l'entrepreneuriat, de la création d'entreprise (Crowley et Baiton, 2000 ; Balkenhol, 2001 ; Guérin, 2002a ; Walras, 2000 ; Guérin et Ferraton, 2002 ; Ferraton et Vallat, 2003 ; Guérin et Servet, 2005). Pour Guérin et Servet (2005), l'implication de l'Etat constitue un effet de levier incitant d'autres partenaires à s'associer. Cette orientation vers des fonds hybrides incluant des ressources de nature publique et privée offre plus de garanties au niveau financier et politique (Lévesque et Mendell, 2000). Le soutien du financement public peut prendre plusieurs formes: une prise de participation lorsque l'institut de microfinance a le statut de société financière. Pour illustrer notre propos nous citons le cas de la Caisse solidaire du Nord-Pas-de-Calais et de la Caisse solidaire de Besançon dans lesquels une grande part du capital en provenance des fonds publics Guérin et Servet, 2005 (p.89) ; par des mesures incitatives et des incitations fiscales. En France, l'assouplissement réglementaire en matière de suppression du plafond pour le « microcrédit productif » en juillet 2005²⁷, la mise en place du « fonds de cohésion sociale » pour garantir le crédit social et le microcrédit professionnel qui couvre 50% du capital de la banque prêteuse ou du fonds spécialisé, des incitations fiscales en faveur des investisseurs. Au niveau Européen, deux programmes « Systèmes de garantie du FEI » et « Mécanisme de financement phare pour les pme » pour promouvoir l'accès au financement aux PME et encourager les différents intermédiaires financiers; par des subventions, par exemple le Conseil Régional Rhône-Alpes qui a confié à l'ADIE la gestion du dispositif « Idécline prime » qui permet aux chômeurs ayant des difficultés d'accéder à un prêt bancaire pour créer leurs entreprises bénéficiant d'une aide financière qui ne dépasse pas 3000 euros.

²⁷ Extrait de l'Agence Française de Développement dans le rapport 2009 « Pr2cis de réglementation de la microfinance »

1.2.3. De la désintermédiation à l'inclusion financière partenariale : la mutation de la finance dans le monde vers une nouvelle dynamique de l'Economie Sociale et Solidaire

De nouveaux outils de financement voient le jour, comme l'émission d'obligations socialement responsable ou encore la titrisation en microfinance. L'obligation ISR permet de financer des projets respectant des critères ESG. Toutefois, face à cet engouement des émetteurs pour ce type d'obligations qui se sont diversifiés (on note diverses appellations : green bonds, social bonds, obligations à impact social, etc.), l'approche ISR traduit une prise en compte des critères extra-financiers dans le processus de sélection d'actifs qui reprend ce qui est qualifiée dans la littérature comme « *processus de mainstreaming* » ou « *mainstream* » (Crifo, Mottis, 2011), recouvrant ainsi la question relative à la convergence entre la gestion d'actifs classique et celle ISR.

La titrisation en microfinance ouvre la voie vers une massification des ressources en faveur des projets de microfinance, mettant en relation plusieurs acteurs au niveau national, mais aussi à l'échelle internationale. L'imbrication se fait entre les deux secteurs social et financier d'un côté, les investisseurs désirant investir de façon responsable et donner du sens à leurs investissements, de l'autre côté les personnes ayant besoin d'un micro-crédit pour développer leurs activités économiques.

En ce sens, une relation se tisse entre les différents acteurs financiers, l'institut de microfinance et la sphère financière internationale (investisseurs privés, publics et intermédiaires financiers) permettant d'apporter plus de ressources stables et récurrentes pour pallier aux insuffisances liées aux ressources. Une relation de financement se tisse entre la sphère économique et financière, « *les architectures de financement des IMF sont par définition inclusives puisqu'elles tissent un lien entre les acteurs du système financier, les IMF et les bénéficiaires de microcrédits* » (Cadiou, 2013, p.80).

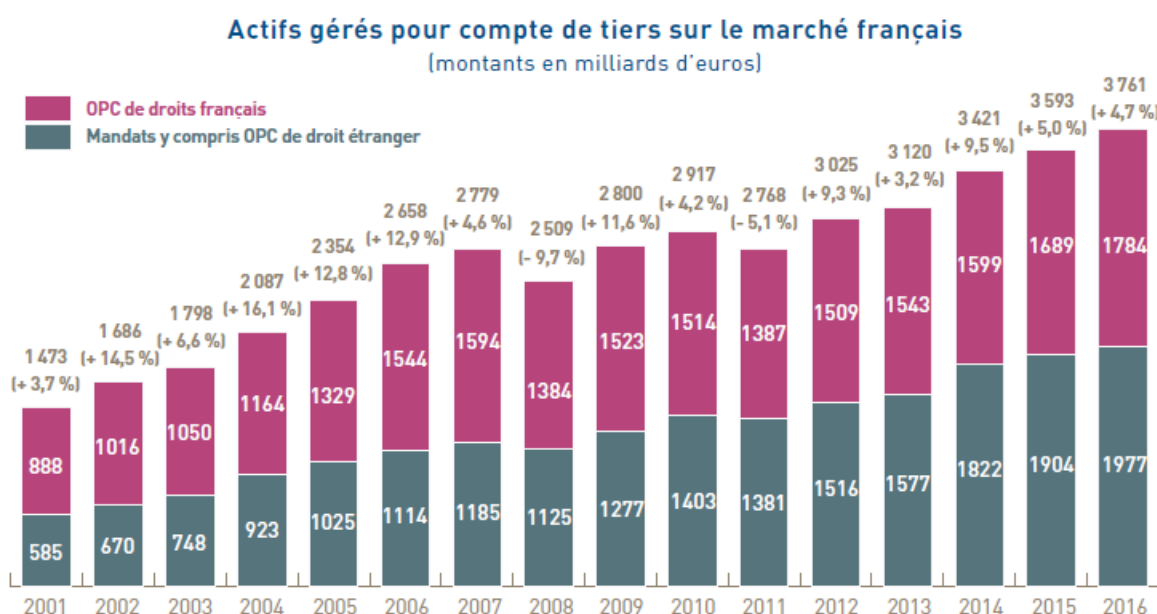
1.3. L'écosystème des sociétés de gestion de portefeuille

L'arrivée massive des réseaux bancaires a participé au développement du marché de l'Investissement Socialement Responsable en France. Les sociétés de gestion, acteur très important, participant à l'introduction des obligations dans les fonds responsables nous a conduit à nous intéresser de plus près à l'étude du comportement des gérants de fonds socialement responsables.

1.3.1. La société de gestion collecte des informations, note les titres financiers

Les activités de gestion se regroupent sous deux formes : (1) la gestion de portefeuille sous le compte de tiers, consistant à gérer des portefeuilles pour le compte de clients particuliers ou professionnels, (2) la gestion collective, consistant à gérer des portefeuilles collectifs par plusieurs investisseurs. Celle-ci est gérée par un gestionnaire de portefeuille qui, acquiert des instruments financiers (actions ou obligations) en contrepartie des sommes qui sont versées dans le placement collectif²⁸.

La figure suivante confirme l'importance économique de la gestion d'actifs en France. Les encours ISR représentent 3 761 Mds€ en 2016 selon une étude de l'AFG²⁹.



Source : Panorama du marché français de la gestion pour compte de tiers (Rapport AFG 2017)

²⁸ Rapport AMF « la régulation des sociétés de gestion » publiée le 17 mars 2016.

²⁹ Rapport de l'Association Française de Gestion 2017.

En souscrivant ces produits, l'investisseur mandate le gérant de fonds à maximiser sa performance financière. D'autre part, les gérants de fonds ont pour rôle d'accompagner, de conseiller et de sensibiliser l'investisseur pour lui offrir des solutions d'investissement lui permettant de diversifier ses risques.

Les critères extra-financiers utilisés par les gestionnaires de fonds peuvent être de nature positive (incluant les titres socialement responsables les plus performants), ou négative (excluant les entreprises ou les secteurs selon d'approche de développement durable). Ainsi, sont constitués les portefeuilles de titres sur la base de cette analyse extra-financière.

L'évaluation extra-financière des titres est réalisée de deux manières : soit en direct, par le biais de la société de gestion elle-même qui, fait l'analyse en interne ; soit indirectement, par le biais des agences de notation extra-financière qui notent la performance sociétale des entreprises. Certaines sociétés de gestion de portefeuille procèdent au croisement des informations par le biais des agences de notation extra-financière, et comparent avec leur notation en interne ou alors un croisement entre les analyses de plusieurs agences de notation. Ces agences de notation se positionnant comme des intermédiaires entre l'entreprise et les investisseurs, fournissent aux gérants de fonds des outils pour apprécier des critères particuliers ou des indices délimitant par exemple un univers d'investissement.

Cependant, la société de gestion de portefeuille se place au cœur du processus de gestion et s'avère un acteur incontournable dans le développement de l'Investissement Socialement Responsable en France. D'une part, elle collecte les informations, note les titres financiers. D'autre part, elle constitue une passerelle entre la sphère financière et sociale se positionnant ainsi entre l'investisseur et l'émetteur.

1.3.2. La société de gestion participe avec ses fonds à fournir des fonds ISR à ses investisseurs

La société de gestion de portefeuille se positionne comme acteur principal car elle participe à l'introduction des obligations dans ces fonds dits ISR, c'est pour cette raison nous sommes intéressés à l'étude de cet acteur.

Dans les deux études de cas pionnières que nous avons choisi d'étudier, la société de gestion se positionne entre les émetteurs d'obligataire ISR et les investisseurs ISR désirant intégrer des dimensions ESG dans leurs décisions d'investissement.

Dans notre premier cas, Air Liquide une multinationale fait du développement durable en émettant sur le marché un emprunt obligataire ISR à destinations d'investisseurs responsables. Les fonds levés ont servi à refinancer deux acquisitions de santé.

Dans notre deuxième cas, plusieurs partenaires émettent un emprunt obligataire ISR microfinance, l'Institut de Microfinance fait du développement durable en fournissant des crédits à des entrepreneurs en difficulté. Elle joue le rôle de « distributeur de ressources » ou d' « incubateur économique » (Cadiou, Moussavou, 2016).

Ainsi, pour monter ces pratiques RSE elles ont besoin de marché, de liquidité. C'est à ce moment où intervient la société de gestion pour construire avec eux un produit ESG qui a de l'appétence pour les investisseurs tout en sélectionnant les entreprises sur la base de critères ESG ou en faisant appel aux agences de notation extra-financière comme Vigéo.

La société de gestion est spécialisée en gestion d'actifs. Elle produit des fonds ISR et les met à disposition de ses investisseurs ISR. Sur la base de ses analyses en interne ou par le biais des agences de notation ou en combinant les deux, elles proposent une offre de produits ESG à destination des investisseurs désirant prendre en compte des dimensions ESG dans leurs décisions d'investissement. L'investisseur qui va faire ou pas confiance à la société de gestion quant à la qualité des produits qu'elle propose va souscrire un fonds et va faire de l'Investissement Socialement Responsable à son tour.

Section 2. Etude de cas n°1 Air Liquide

L'étude de cas permet de comprendre en profondeur le phénomène étudié, le processus qui le compose et les acteurs (Gagnon, 2008). D'après Woodside et Wilson (2003), la méthode de recherche par l'étude de cas est appropriée pour décrire, expliquer, prédire et contrôler les processus inhérents à différents phénomènes individuels, de groupes ou d'organisation.

La méthodologie de recherche exploratoire par l'étude de cas propose d'étudier en profondeur un phénomène complexe. L'avantage premier réside dans le fait d'étudier deux cas novateurs, permettant d'appréhender et de comprendre le phénomène. Ainsi, d'identifier les variables importantes (Miller et Friesen, 1982) qui permettent de mieux appréhender les éléments qui influencent le choix des investisseurs dans les modes organisationnels. En effet, la compréhension des modes organisationnels des deux émissions d'obligation, ainsi que l'étude des faits et des perceptions que les différents acteurs ont des deux opérations, justifie le recours à cette « stratégie de recherche » afin d'approfondir la compréhension du phénomène émergent. Toutefois, nous avons combiné des données primaires et secondaires pour enrichir notre compréhension des cas étudiés. Comme le préconise Hlay-Rispal (2000), « l'étude de cas qualitative requiert une bonne interaction entre données observées, acteurs étudiés et chercheur académique ».

Néanmoins, l'étude de cas a des limites qui sont soulignées dans la littérature. Le premier lié à la faiblesse des cas dans le cas d'une innovation et le deuxième lié à la difficulté de généralisation des résultats. Dans notre cas, les deux aspects doivent être relativisés puisqu'il s'agit de la comparaison des deux cas pionniers en France. Cette dimension ouvre des perspectives de recherches futures intéressantes sur la connaissance de ces phénomènes émergents.

Notre analyse qualitative propose d'étudier, à partir de la méthodologie étude de cas, combinée d'une approche interprétativiste et en utilisant une démarche abductive-déductive, deux cas pionniers en France pour appréhender la compréhension du phénomène. En effet, « La logique qualitative déductive définit un modèle théorique soumis aux données tirées d'un échantillon choisi par rapport aux variables et lois étudiées » (Hlay-Rispal, 2000). Nous visons, à travers l'étude de cas, d'étudier les deux cas pionniers en France d'émissions obligataires ISR à destination des investisseurs qui veulent intégrer des aspects extra-financiers dans leurs choix

d'investissement. L'analyse des deux modes organisationnels nous permet par la suite de faire la comparaison et d'en comprendre les points de convergence et de divergence.

Cette deuxième section a pour objet de présenter l'étude de cas n°1 Air Liquide. Toutefois, les objectifs et le plan de cette deuxième section sont précisés dans la figure ci-dessous.

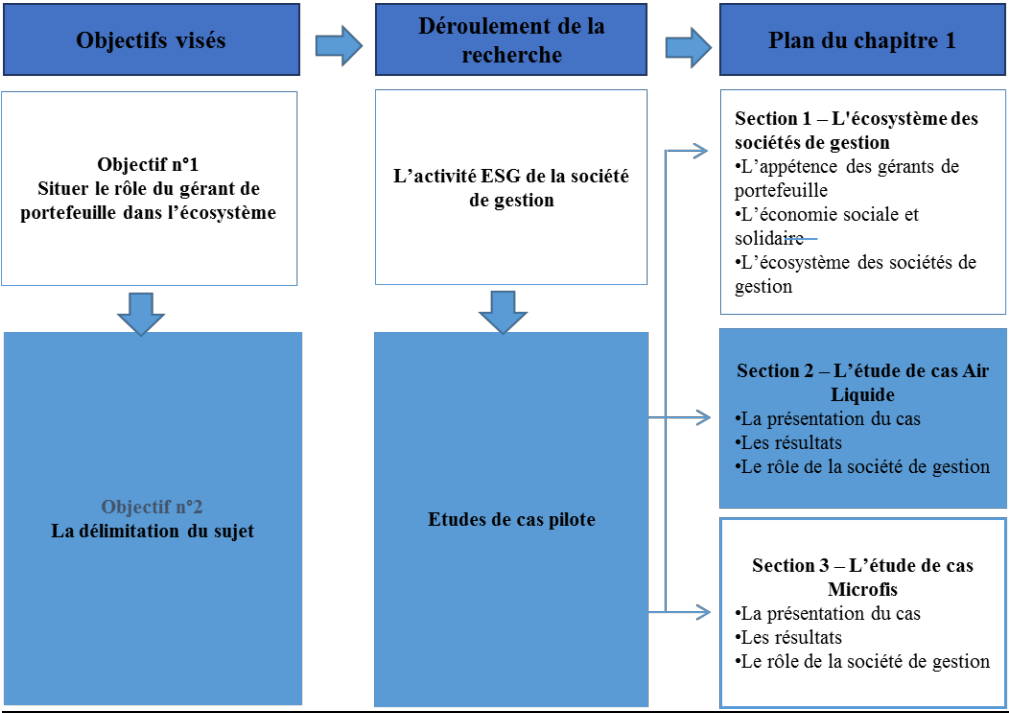


Figure 8 : Plan de la section 2 du chapitre 1

2.1 La présentation du cas Air Liquide

Etude de cas Air Liquide : Emission d'obligation ISR à destination des investisseurs ISR

Dans cette partie, il s'agit de présenter quelques données sur les activités d'Air Liquide en faveur de l'investissement socialement responsable, les éléments de contexte qui ont précédé l'émission d'obligation ISR, les caractéristiques de l'émission d'obligation ISR et enfin, les objectifs poursuivis par Air Liquide.

2.1.1. Emission d'obligation ISR d'Air Liquide : Introduction & Contextualisation

Air liquide est l'un des leaders mondiaux des gaz pour l'industrie, la santé et l'environnement, présent dans 80 pays avec près de 50 000 collaborateurs. Son chiffre d'affaires s'élevait en 2012 à 15.3 milliards d'euros.

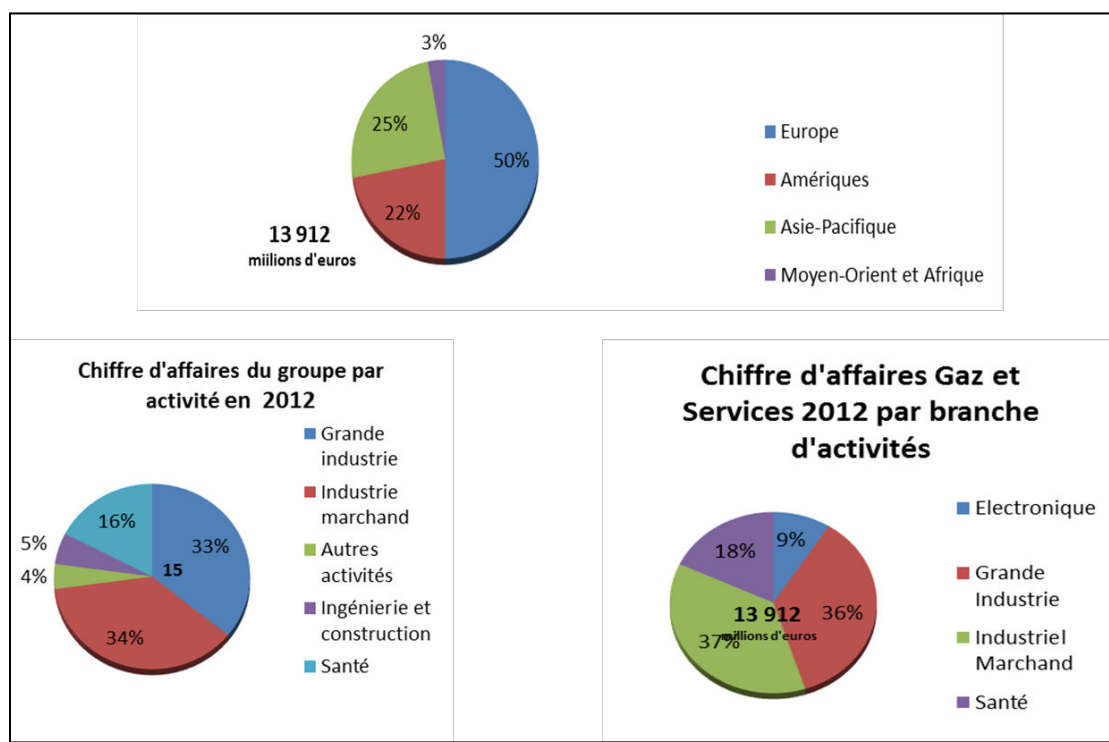


Figure 9 : Chiffre d'affaires Gaz et services 2012 par zone géographique

Source : Rapport annuel sur le développement durable 2012 Air liquide

Le groupe assure aussi une diversité au sein de ses équipes, de ses métiers, de ses marchés en étant présent en Europe, en Asie, en Amérique, en Afrique et au Moyen-Orient. Et innove au service de la société en matière de technologie pour limiter les émissions polluantes, réduire la consommation d'énergie industrielle et développer des énergies de demain tels que

l'hydrogène, les biocarburants ou l'énergie photovoltaïque, l'oxygène pour les hôpitaux, la santé à domicile, la lutte contre les maladies nosocomiales, etc.

Le groupe travaille avec quatre parties prenantes, les collaborateurs dans les différents pays qui représentent un chiffre de 49500 dans les 80 pays, les actionnaires dont le taux de rentabilité est de 13.9% par an au 31 Décembre 2012, les clients et patients qui représentent un million de personnes et enfin la communauté à travers sa fondation Air Liquide qui soutient de nombreuses initiatives en faveur des enfants et des jeunes, les plus fragiles.

Le groupe s'engage aussi dans le social et humain à travers sa fondation Air Liquide, qui mène des actions dans le mécénat et dans l'environnement. Ci-dessous les trois domaines dans lesquelles la fondation s'engage.

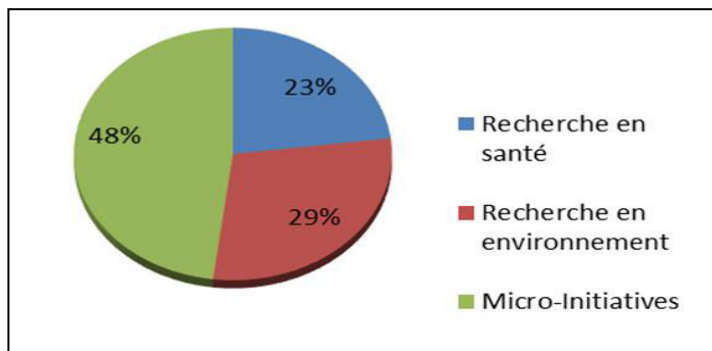


Figure 10 : Actions de la Fondation Air Liquide par missions depuis sa création en 2008

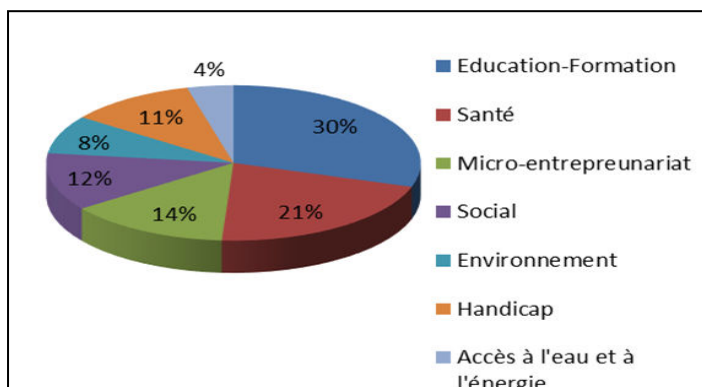


Figure 11 : Micro-Initiatives

En septembre 2012 Air Liquide a finalisé l'acquisition de la société Gasmedi, après avoir obtenu l'autorisation de l'autorité espagnole en juillet 2012, pour une valeur d'entreprise de 330 millions d'euros. Gasmedi qui est la 3^{ème} du secteur de la santé à domicile en Espagne, son

chiffre d'affaires s'est élevé à 82 millions d'euros en 2011, en croissance de 13% par rapport à 2010³⁰.

En Octobre 2012 a lancé une offre publique d'achat simplifiée sur LVL Médical après avoir acquis 70,49% du capital de la société, qui est un prestataire très important de santé à domicile en France. Cette offre publique a eu du succès et a permis à Air liquide d'effectuer un retrait obligatoire et ainsi détenir dès le mois d'octobre 100% du capital de LVL Medical³¹.

Un an après son émission inaugurale en renminbus chinois et après ces deux opérations, Air liquide ouvre la voie à un marché obligataire responsable en émettant le 8 Octobre 2012 **son premier emprunt obligataire labellisé ISR** (Investissement Socialement Responsable), dans le cadre de son programme Euro Medium Term Notes (EMTN), pour un montant de 500 millions d'euros. Cet emprunt obligataire, garanti par l'Air Liquide SA, a été placé en grande partie auprès des investisseurs qui disposent de mandats de gestion ISR et permet au groupe d'accéder à de nouvelles sources de financement.

Pendant longtemps, les investisseurs ISR ont privilégié le financement en actions qui était considéré mieux adopté à leur politique d'allocation³². Le contexte s'avérait opportun, notamment avec l'acquisition des deux acteurs de santé spécialisés dans la santé à domicile, la santé est devenue ainsi un levier stratégique de croissance du groupe. Après les émetteurs publics et supranationaux, Air Liquide devient ainsi la première entreprise en Europe à émettre des obligations répondant aux critères des investisseurs ISR.

2.1.2. L'expérience pionnière Air Liquide : Caractéristiques de l'émission obligataire

Les principales caractéristiques de l'emprunt obligataire sont :

Emetteur : Air Liquide Finance
Garant : L'Air Liquide SA
Format : Taux fixe, remboursement in fine
Montant : 500 millions d'euros sur 9 ans
Echéance : 15 Octobre 2021
Coupon : 2,125% p. a.
229 investisseurs ont souscrit à l'opération, dont 60% représentant des fonds spécialisés ISR

³⁰ www.vigeo.com

³¹ www.vigeo.com

³² Financement – Air Liquide ouvre la voie à un marché obligataire « responsable », revue Option Finance n°1196 – Lundi 12 novembre 2012

Tableau 4: Caractéristiques de l'obligation

Résumé de conditions générales	Caractéristiques Obligataire ISR
Emetteur: Air Liquide Finance Garant: L'Air Liquide SA Notation: A pos. (S&P) Tarification de date: 8 Octobre 2012 Maturité: 15 Octobre 2021 Taille: 500 m EURO Coupon: 2.125% Rendement de réoffert: 2.208% Diffusion de réoffert: MS+57bps Dénominations: 100k+100k Cotation: Luxembourg Documentation: EMTN HSBC Role: Joint Bookrunner	Notation – Vigeo Division santé (Home Healthcare): - Score Général: 43/100 - Notation Secteur: 2 ^{ème} / 16 - Gamme du Secteur: 26 - 44 - Moyenne du Secteur: 32.9 Caractéristiques Obligataire ISR: L'utilisation de revenus pour refinancer la croissance de la division santé HH L'évaluation de caractéristiques ESG Spécifique de la division HH par Vigeo Reporting annuel faisant un rapport sur la performance financière et ESG de la division HH dans le rapport annuel de RSE
Points culminants d'exécution	
<p>Le 8 octobre 2012 à 9h45 Am CET, Air Liquide a ouvert les livres pour l'inauguration de son émission obligataire ISR avec un ténor de 9 ans. Les directives ont été données MS+60bps area +/- 3bps "évaluera à portée". Dans le cadre de son "des engagements responsables", l'entreprise a décidé d'être entièrement transparente avec des investisseurs et annoncer du début qu'il évaluerait dans les conseils initiaux.</p> <p>Des Livres fermés à 11h CET à approximativement EUR3.3bn, avec plus de 230 participation d'investisseurs, la permission d'Air Liquide pour évaluer EUR500M À MS+57BPS (qui égalise à OAT+15BPS).</p> <p>La transaction a suivi une réunion d'investisseur très bien assistée (avec un appel simultané d'investisseurs étrangers) consacré aux investisseurs ISR a tenu la semaine auparavant à Paris et la publication d'une évaluation d'ESG* de la Division santé Domestique par Vigeo</p> <p>Le Groupe avait spécifiquement inclus "des Objectifs Responsables" comme une de ses quatre cibles dans son ALMA 2015 objectifs avec trois champs d'action : améliorer l'empreinte Environnementale, améliorer la procédure de gestion et la gouvernance et innovez implacablement. Cette émission d'obligations ISR met en évidence cet engagement.</p> <p>Avec cette émission d'obligations, Air Liquide veut développer le marché ISR et sa relation avec le revenu fixe croissant la base d'investisseur ISR, une occasion sur mesure d'investissement, pour améliorer la transparence Responsabilité Sociale et l'engagement.</p> <p>Le coupon de 2.125 % représente le coupon le plus bas d'Air Liquide l'Euro.</p>	

Source : Document interne Air Liquide ESG – Inaugural SRI Bond Issue

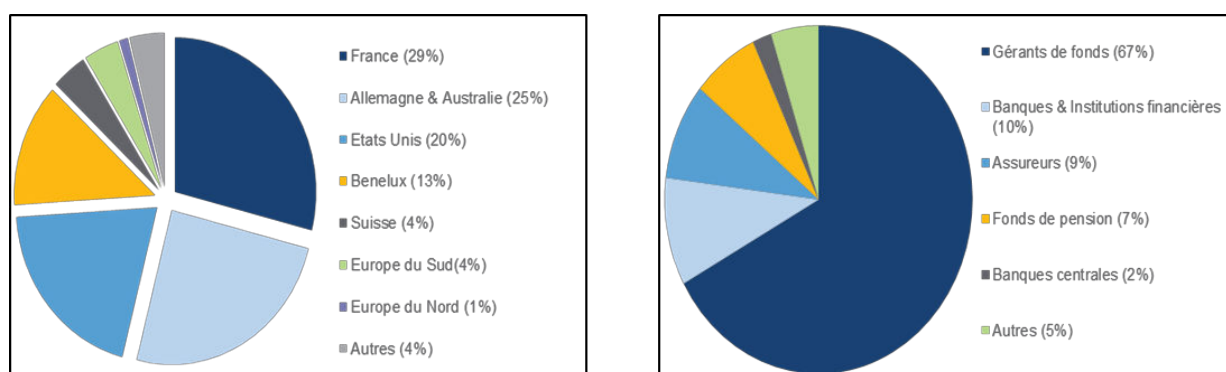


Figure 12 : Distribution par géographie - Distribution par type d'investisseurs

Focus sur la branche santé Air Liquide Home Healthcare :

- Air Liquide Home Healthcare représente 41% des revenus de santé.
- Equipe de 9,900 salariés servant 700,000 patients à la maison dans plus de 30 pays pour l'aide respiratoire aussi bien que la thérapie d'infusion et l'aide nutritionnelle.

Afin de financer ses acquisitions, Air Liquide a souhaité innover en proposant aux investisseurs obligataires une émission répondant aux critères ESG des investisseurs ISR. Air Liquide devient ainsi la première entreprise à émettre publiquement des obligations destinée principalement aux investisseurs ISR, après plusieurs émetteurs publics régionaux et supranationaux.

Cette émission obligataire est caractérisée aussi par l'allocation des fonds levés qui a servi au refinancement de la croissance de la division des soins à domicile pour laquelle Air Liquide a récemment fait deux acquisitions. Et par, un diagnostic environnemental et social de la division des soins à domicile par l'agence de notation extra-financière Vigeo, permettant d'étayer la volonté de progrès d'Air Liquide dans ce secteur, et son engagement d'assurer un reporting annuel sur la performance environnementale et sociale de cette activité, comprenant notamment le nombre de patients traités.

Cette obligation a été placée en grande partie auprès d'investisseurs disposant de mandats de gestion ISR : plus de 60% d'entre eux avait en effet signé les Principes de l'investissement responsable, ainsi qu'attesté dans le livre d'ordre (document contenant l'ensemble des intentions d'achat des investisseurs potentiels).

Cette opération concilie la stratégie d'Air Liquide et de l'évolution récente des marchés obligataires ISR. D'une part, les montants obligataires sous gestion ISR ont crû de manière exponentielle lors des dernières années : d'après Eurosif³³, l'organisation européenne de promotion de l'ISR, plus de 3,000 milliards d'euros d'obligations sont aujourd'hui concernés en Europe. D'autre part, Air Liquide se développe dans les soins à domicile, secteur scruté de près par ces investisseurs ISR. En effet, sa forte croissance structurelle liée à l'allongement de la durée de vie, l'augmentation des maladies chroniques, la demande d'autonomie et les

³³ www.eurosif.org

pressions sur les systèmes de santé, aura des conséquences sociales importantes. L'entreprise joue donc un rôle clé entre les patients, ses salariés et le système de santé.

2.1.3. Objectifs & Buts

L'opération d'Air Liquide à travers cette émission obligataire ISR a permis la réalisation des objectifs suivants.

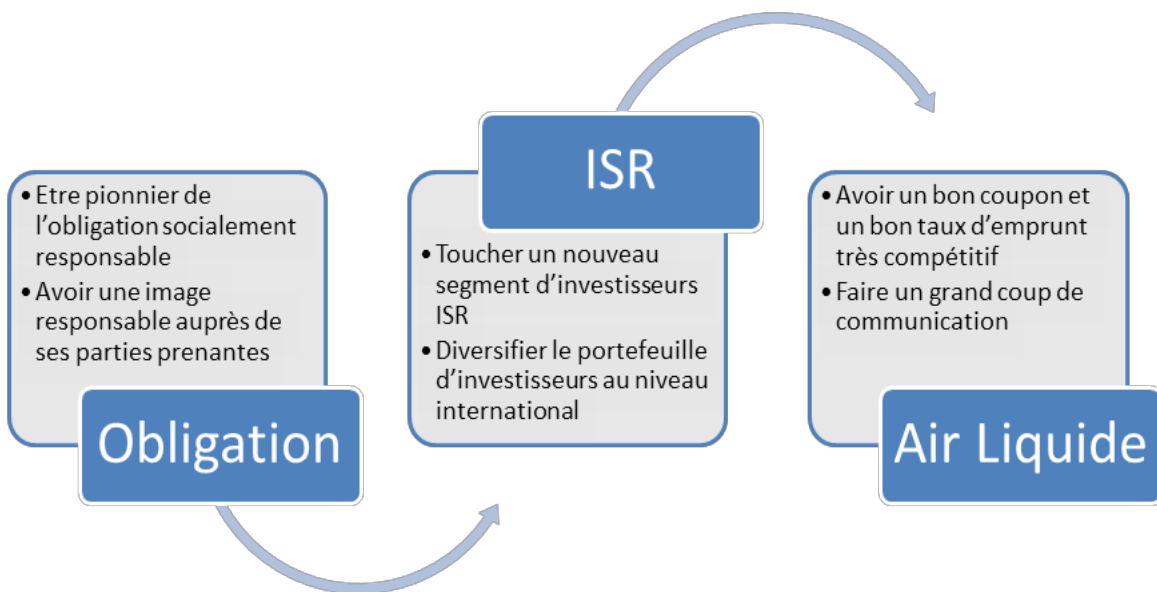


Figure 13 : Les objectifs de l'émission d'obligation ISR d'Air Liquide

2.2 Les résultats de l'étude de cas exploratoire

Dans cette partie, nous présentons le processus d'analyse, ainsi que les résultats de la recherche exploratoire. Nous nous sommes appuyés dans un premier temps sur des données secondaires (témoignages, conférence de presse, article de revue scientifique, articles scientifiques, articles de presse, documents internes). Ensuite dans un second temps nous nous sommes appuyés sur des entretiens semi-directifs réalisés avec des responsables financiers chez Air Liquide pour collecter nos données.

2.2.1. La démarche mise en œuvre

Recueil des données

Date	Source	Sujet
12 Novembre 2012	Option Finance n°1196	Air Liquide ouvre la voie à un marché obligataire «responsable»
15 Octobre 2012	Agefi	Air Liquide lance le marché des obligations corportées ISR
26 Février 2013	Revue Banque n°758	Obligation ISR Air Liquide
Novembre 2013	Novethic	Les obligations environnementales et sociales
8 Octobre 2012	Le capital	Air Liquide : Emission d'un emprunt obligataire ISR de 500 millions d'euros
17 Avril 2013 Et 24 Mars 2014	www.airliquide.com	Rapport de responsabilité et de développement durable 2012 et 2014
15 Octobre 2012	Le parisien	La finance responsable fait une entrée saluée sur le marché des obligations
15 Octobre 2012	La Tribune	Air Liquide, pionnier mondial des obligations ISR
15 Octobre 2012	La bourse et la vie	Air Liquide : émission d'un emprunt obligataire ISR
8 Octobre 2012	Communiqué de presse Air Liquide	Emission d'un emprunt obligataire ISR de 500 millions d'euros
5 Février 2014	Mirova	L'essor des obligations vertes Et sociales: tremplin pour les fonds taux ISR

Encadré : Liste des documents utilisés pour collecte de données

Après avoir collecté des informations des documents ci-dessus, nous avons étudié les discours des acteurs qui ont participé à ces opérations. Nous avons eu recours à des entretiens d'environ 35 à 45 minutes auprès de 3 responsables afin de nous apporter des éléments sur l'émission obligataire. Ces entretiens semi-directifs ont fait l'objet d'enregistrement à l'aide d'un magnétophone sur la base d'un guide d'entretien préconçu. Dans un second temps, nous avons retranscrit les conversations et mené une analyse textuelle sous le logiciel Alceste (2012).

Les guides d'entretiens

Dans un premier temps, nous nous sommes appuyés sur deux entretiens. Le premier auprès de Mr Jacques Molgo et ensuite, Mr Edouard Neyrand, directeurs de la trésorerie et des financements de l'entreprise Air Liquide pour nous apporter des éléments sur l'opération

financière. Nous sommes partis d'un guide d'entretien composé de questions ouvertes. Les thèmes abordés lors de ces entretiens sont présentés dans le tableau suivant.

- **Le profil et la place de la finance responsable dans le métier**
- **Les caractéristiques de l'émission d'obligataire ISR**
- **Les objectifs d'Air Liquide après cette émission d'obligation ISR**
- **L'impact de l'opération**
- **La valeur apportée aux différents partenaires**
- **Les raisons de réussite de l'opération**

Encadré : Guide des 1ers entretiens semi-directifs des responsables Air Liquide

Dans un second temps, un troisième entretien a été mené avec Mme Julie Petit responsable marketing et développement durable chez Vigéo, afin de nous éclairer sur le processus de notation extra-financière des émissions socialement responsables puisque c'est Vigéo qui a noté les deux émissions d'obligations. La grille d'entretien est présentée ci-dessous.

- **Le processus de notation chez Vigéo**
- **Les caractéristiques des deux émissions d'obligation ISR**
- **Les objectifs des émissions d'obligations ISR**
- **Les raisons de réussite ou de l'échec**

Encadré : Guide du 3ème entretien semi-directif avec la responsable Marketing chez Vigéo

2.2.2. La méthode d'analyse

L'ensemble des entretiens feront l'objet d'une analyse textuelle. Le discours de l'ensemble des répondants sera analysé par la suite grâce à un logiciel d'analyse lexicale Alceste. Cet outil d'analyse « lexicométrique » permet de faire une analyse détaillée du vocabulaire dans le discours, de construire un groupe homogène et procède à une « classification » permettant de

repérer les éléments les plus significatifs et les trier selon leur pertinence³⁴. La phase de lemmatisation permet dans un premier temps d'éliminer les « bruits » c'est-à-dire les formes de mots qui sont peu utilisés et qui viennent parasiter l'analyse. L'analyse lexicale propose d'analyser le corpus à partir des « unités de contextes élémentaires » à partir desquels le logiciel détermine les corrélations. Plus les mots se retrouvent dans les mêmes « unités de contextes élémentaires » à plusieurs reprises et plus la corrélation est plus forte. Ensuite, le logiciel regroupe ces « unités de contextes élémentaires », sous forme de classes qui sont représentées par des mots clés en fonction de leur fréquence, par des « formes représentatives » ou des « catégories représentatives de classes » (Normand Roy et Roseline Garon, 2013). Enfin, le logiciel permet de faire une analyse factorielle (AFC) pour déterminer la répartition des mots employés dans les différentes classes de mots liés. La mise en cohérence de tous ces éléments permet de mieux comprendre le contenu, de visualiser le contenu et de synthétiser les éléments étudiés.

Le traitement des données

Notre analyse textuelle décompose le corpus en 3 classes. Nous présentons les résultats de l'analyse lexicale textuelle suivis par l'interprétation des axes et des classes.

Résultats de l'analyse Alceste

Tableau 5 : Résultats de l'analyse lexicale

Analyse lexicale : 3 classes
<p>Classe 1 (49% des énoncés classés) – Les critères extra-financiers d’Air Liquide</p> <p>Concepts relatifs à l’analyse extra-financière, à l’objet de l’émission d’obligataire et au fléchage des fonds. Vocabulaire spécifique de la classe : fonds+(7), demander+(7), entreprise+(7), communication+(6), noter +(4), fléchage+(4), notable+(2), projet +(3).</p>

³⁴ Décrire, classer et synthétiser

Classe 2 (34% des uce) – Les critères ESG

Termes liés à l'émetteur et aux aspects ISR de l'opération Air Liquide. vocabulaire spécifique de la classe : domicile+(11), acquisition+(11), soin+(10), secteur+(10), part+(9), action+(9), gestion+(6), environnemental+(5), social+(3), santé+(2)

Classe 3 (17% des uce) – L'attractivité pour les investisseurs

Concepts relatifs à la perception des investisseurs .Vocabulaire spécifique à la classe : répondre+(34), émettre+(22), obligation+(22), banque+(16), innover, critère+(12), émission+(2), devenir+(8), engager+(4), confiance+(3), traçabilité+(1), attractivité+(3), diversifier+(1).

L'analyse factorielle en coordonnées (AFC) vient ajouter des appréciations. Elle est menée sur la base des variables et des uce significatives du corpus.

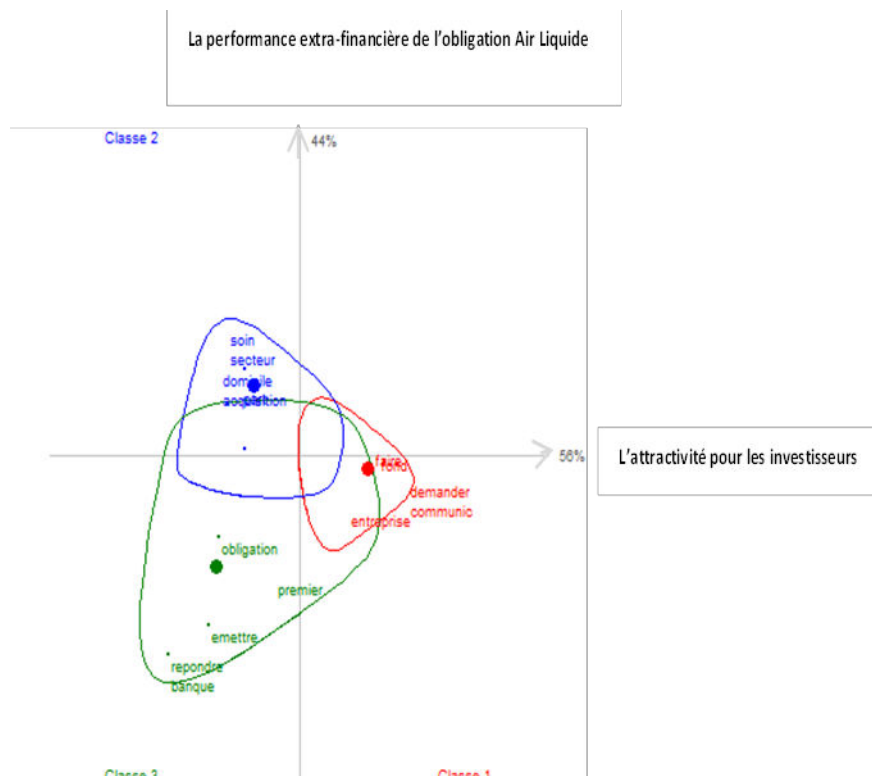


Figure 14 : résultat de l'AFC (représentation en coordonnées)

L'interprétation des axes et des classes de l'analyse lexicale

Dans l'axe 1 : 56% de la variance constatée est expliquée. Cet axe décline « **L'attractivité pour les investisseurs** ». Les mots qui se rapprochent de cet axe sont : diversifier, communication, fléchage, notable, noter, flécher, lever, communication, attractivité, traçabilité, innover. Le discours est associé aux aspects d'attractivité de l'opération.

Dans l'axe 2 : 44% de la variance constatée est expliquée. Les mots qui se rapprochent de cet axe sont : lever, attester, diversifier, noter, investir, environnemental, santé, impact, responsable. Cet axe décline « **La performance extra-financière de l'obligation Air Liquide** ». Le discours est associé aux aspects extra-financiers de l'opération d'Air Liquide.

La classe 1 représente 49% des uce analysées. Cette classe est plus homogène et se distingue des autres classes dans l'arbre de classification. Cette classe a été dénommée « critères extra-financiers Air Liquide ». On y retrouve les aspects liés aux critères extra-financiers et au processus de notation extra-financière.

La classe 2 regroupe 34% des uce analysées. Cette classe a été dénommée « les critères ESG ». On y retrouve des aspects liés aux caractéristiques ESG de l'obligation d'Air Liquide. Les évocations qui sont regroupées dans cette classe tournent autour aux caractéristiques de l'opération d'Air Liquide, autour de l'objet de cette émission d'obligation qui est de faire d'Air Liquide la première multinationale à ouvrir le champ aux investisseurs qui veulent intégrer des aspects ESG dans leur processus d'investissement, du reporting auprès des investisseurs, de la notation extra-financière et de la confiance des investisseurs dans la solidité financière du groupe.

La classe 3 regroupe 17% des UCE analysées. Cette classe a été dénommée « l'attractivité pour les investisseurs ». On y retrouve les aspects liés à la perception et à l'attractivité des obligations ISR pour les investisseurs. Les évocations qui sont regroupées dans cette classe relèvent des critères de choix basés sur un double aspect financier et extra-financier.

2.2.3. Les enseignements de l'étude de cas

D'après Mr Jacques Molgo directeur de la trésorerie et des financements, « *la valeur apportée aux actionnaires est double. Dans un premier temps, les actionnaires ont pu bénéficier d'un financement à des conditions satisfaisantes. Dans un deuxième temps, un exemple supplémentaire de commitment du groupe dans les valeurs ISR ou ESG. Ici c'est l'aspect*

sociétal qui était visé, avec le développement du nombre de patients grâce aux acquisitions dans la santé à domicile LVL (France) et Gasmedi (Espagne) ».

Cette opération qui était ouverte à tout type d'investisseurs a permis à Air Liquide de diversifier sa base d'investisseurs. Un objectif atteint selon Fabienne Lecorvaisier directeur finance. Nombreux gérants d'actifs ISR originaires des différents continents ont participé, la France, l'Allemagne, les Etats-Unis à un grand pourcentage mais également d'Asie, d'Europe du Nord, etc.

D'après Mr Jacques Molgo, *« l'impact externe a été très favorable, avec une très large souscription de la part des investisseurs, ainsi que de nouveaux investisseurs qui n'avaient pas l'habitude de voir dans leurs books. L'impact interne a également été très intéressant, puisque cela a associé Direction Financière et business line Santé dans un projet innovant et collaboratif ».*

Parmi les types d'investisseurs, le plus grand nombre est représentatif des gestionnaires de fonds qui représentent 67%, suivi par les banques et institutions financières à 10%, les assureurs à 9%, les fonds de pension à 7% et les banques centrales à 2%.³⁵ « Parmi les 229 investisseurs ayant abondé le carnet d'ordres, près de 60% d'entre eux représentent soit des fonds spécialisés ISR, soit des fonds de sociétés de gestion plus traditionnelles disposant d'un mandat de gestion ISR »³⁶.

D'après Jacques Molgo, l'émission d'obligation a permis à Air Liquide de bénéficier d'un coût d'émission qui est faible par rapport au marché, un coupon de 2.125%, qui laisse supposer que les aspects ISR n'avaient aucun effet sur le coupon. Un niveau de rémunération de de 2.125% qui est faible pour les investisseurs mais, qui aurait été à un niveau identique sur le marché obligataire classique d'après les spécialistes de finance.

³⁵ Document interne à l'entreprise

³⁶ Financement – Air Liquide ouvre la voie à un marché obligataire « responsable », revue Option Finance n°1196 – Lundi 12 novembre 2012

Avant de procéder, Air liquide a fait appel à Vigéo, agence de rating spécialisée dans les problématiques de développement durable et de responsabilité sociale, de noter sa branche soins à domicile « Air Liquide Home Healthcare ».

Durant plus d'un mois, Vigéo a procédé à une analyse des pratiques responsables de l'activité et a donné une note de 43 sur 100³⁷. Un score en apparence faible mais qui est sensiblement supérieur à la moyenne des autres entreprises dans le secteur.

On est au début de la réflexion sur des sujets encore très sensibles, et jusqu'à présent les entreprises qui faisaient de l'obligataire le faisait sans communiquer ni sur leur notation extra-financière ni sur le fléchage de fonds. L'originalité de cette opération, est qu'Air liquide a fait une notation extra-financière à l'échelle corporate « du groupe », afin d'attester de sa performance RSE pour accéder au marché de l'ISR et toucher les investisseurs ISR. Ensuite, elle a communiqué sur le fléchage des fonds dans un projet à vocation sociale et sociétale. Elle a donc levé 500 millions d'euros pour refinancer ses deux acquisitions dans la santé pour attester du caractère responsable de cette opération. La troisième caractéristique est que l'entreprise Air liquide s'est engagée à faire un reporting auprès de ses investisseurs chaque année sur toute la période, c'est-à-dire un état de lieux de l'évolution des pratiques ISR de l'activité concernée. Ce qui permettra aux investisseurs de suivre l'évolution des différents indicateurs sociaux et environnementaux tout au long de la période.

³⁷ Financement – Air Liquide ouvre la voie à un marché obligataire « responsable », revue Option Finance n°1196 – Lundi 12 novembre 2012

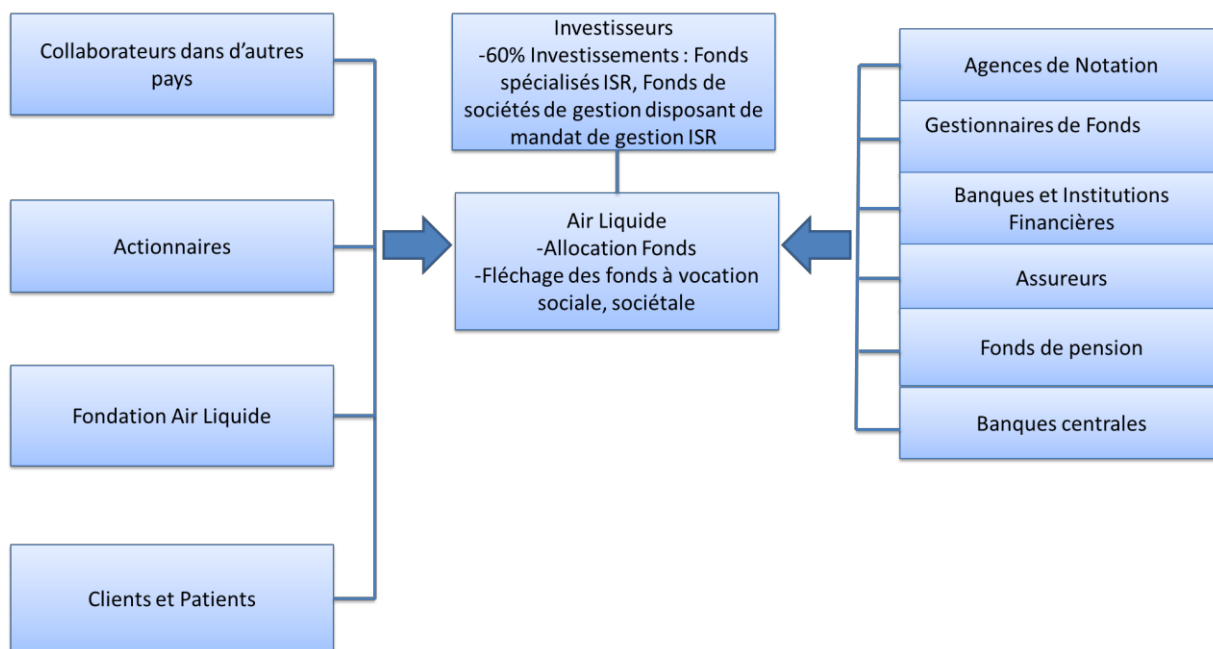


Figure 15 : Analyse partenariale de l'émission de l'obligation ISR d'Air Liquide

Tableau 6 : Analyse SWOT de l'émission obligataire ISR Air Liquide

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Première émission obligataire répondant à des critères des investisseurs ISR • Notation extra-financière par Vigéo • Communication sur le fléchage des fonds et sur le reporting annuel 	<ul style="list-style-type: none"> • Note 43/100 • Seule la notation ESG par Vigéo ne suffit pas à déclarer l'émission comme « ISR » • Niveau de rémunération de 2.125%, faible pour les investisseurs mais identique sur le marché des obligations classiques
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Demande des investisseurs ISR • Ouverture du secteur obligataire responsable aux entreprises 	<ul style="list-style-type: none"> • Début de réflexion autour des obligations ISR

2.3 Le rôle de la société de gestion

Air Liquide décide d'ouvrir la voie à un marché obligataire responsable en émettant un emprunt obligataire labélisé ISR en direction des investisseurs ISR.

Le mode d'organisation de la transaction représente un schéma de finance directe, à travers lequel Air Liquide organise elle-même l'opération en faisant appel à Vigéo, agence de rating spécialisée dans les problématiques de développement durable, pour faire une notation extra-financière, en communiquant sur le fléchage des fonds et sur le reporting. L'opération a eu un grand succès auprès des investisseurs ISR dont la majorité représente des sociétés de gestion ayant un mandat de gestion ISR.

Malgré les critiques reçues de la part de quelques gestionnaires, l'obtention d'une note de la part de Vigéo³⁸ a permis la qualification de l'émission d'Air Liquide comme ISR et de mettre en avant la performance extra-financière de cette obligation. Ainsi, les investisseurs désirant intégrer des critères extra-financiers dans leurs sélections de portefeuilles ont pu bénéficier d'un niveau de rémunération identique que celui du marché obligataire classique, donc d'une performance financière qui aurait été à un niveau identique. Air Liquide s'est engagée par la suite à fournir à tous les investisseurs un reporting annuel de l'évolution des pratiques ISR et de la performance sociale de l'activité.

Ce mode d'organisation implique différents agents. D'un côté, *l'émetteur principal* Air Liquide, qui se positionne comme le principal en procédant par l'émission d'obligation, par la communication sur la notation et le fléchage de fonds et par le reporting. Les *investisseurs directs*, des sociétés de gestion qui représentent 60% du total des investisseurs. Les *investisseurs indirects*, des fonds de pension, des banques, des institutions financières, des assureurs. Ils sont les détenteurs de ressources financières qui cherchent à placer leur argent en vue d'une performance financière et extra-financière.

La société de gestion dispose des compétences d'analyse (financière, extra financière, analyse de risque, etc.), sélectionne les produits en vue d'une performance sociale, les placent dans des fonds ISR qu'elle constitue pour ensuite les proposer à ses investisseurs. Elle se place donc entre l'émetteur principal et les investisseurs porteurs de liquidité et qui souhaitent intégrer la

³⁸ Une note de 43 sur 100

dimension extra-financière dans leurs sélections de portefeuille. La société de gestion joue le rôle d'intermédiaire puisqu'elle organise l'imbrication.

Air Liquide, joue le rôle direct entre la sphère réelle et financière. Les fonds alloués par l'émission d'obligation sont fléchés ensuite par Air Liquide pour financer des projets à vocation sociale et sociétale, dans notre cas ce sont les acquisitions dans les activités de santé.

La valeur créée par le mode d'organisation revient ainsi à l'entreprise Air Liquide en termes d'image et en termes de diversification de portefeuille puisqu'elle a réussi à séduire des investisseurs voulant intégrer des dimensions ESG dans leurs choix d'investissement.

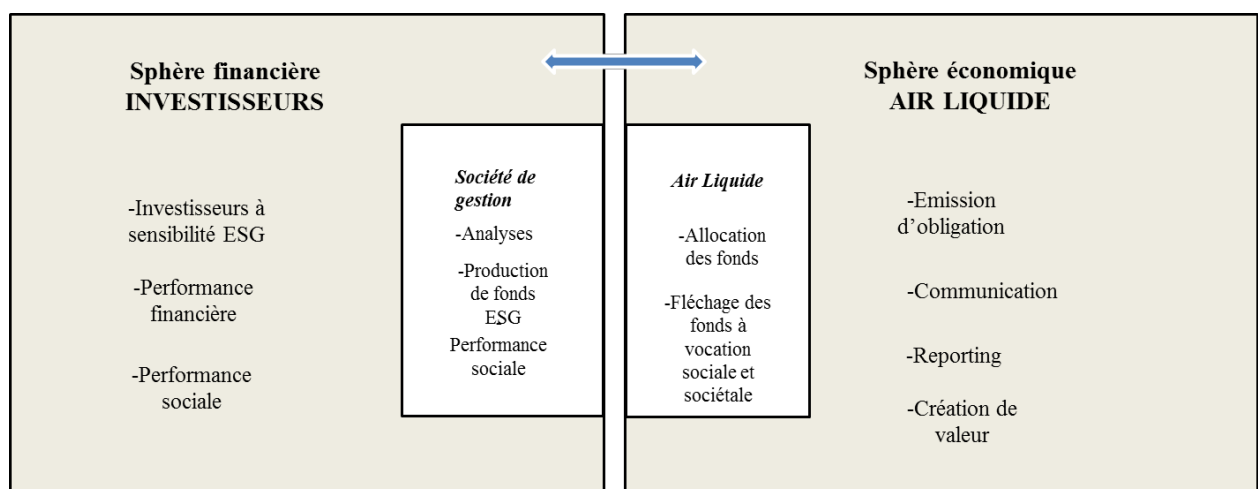


Figure 16 : La structure d'imbrication de l'architecture organisationnelle Air Liquide

Ainsi, en se positionnant entre l'émetteur « Air Liquide » et « les investisseurs ESG », la société de gestion est l'acteur central qui participe à l'introduction de l'obligation Air Liquide dans les fonds ESG qu'elle constitue pour les proposer aux investisseurs ISR. La société de gestion sélectionne l'obligation d'Air Liquide en se basant sur ses propres analyses et sur l'agence de notation extra-financière Vigéo et décide d'intégrer cette obligation dans ses fonds. La particularité de la société de gestion c'est qu'elle va construire un produit ESG qui a de l'appétence pour ses investisseurs qui vont décider de faire ou pas confiance à la société de gestion et souscrire ou pas ce produit.

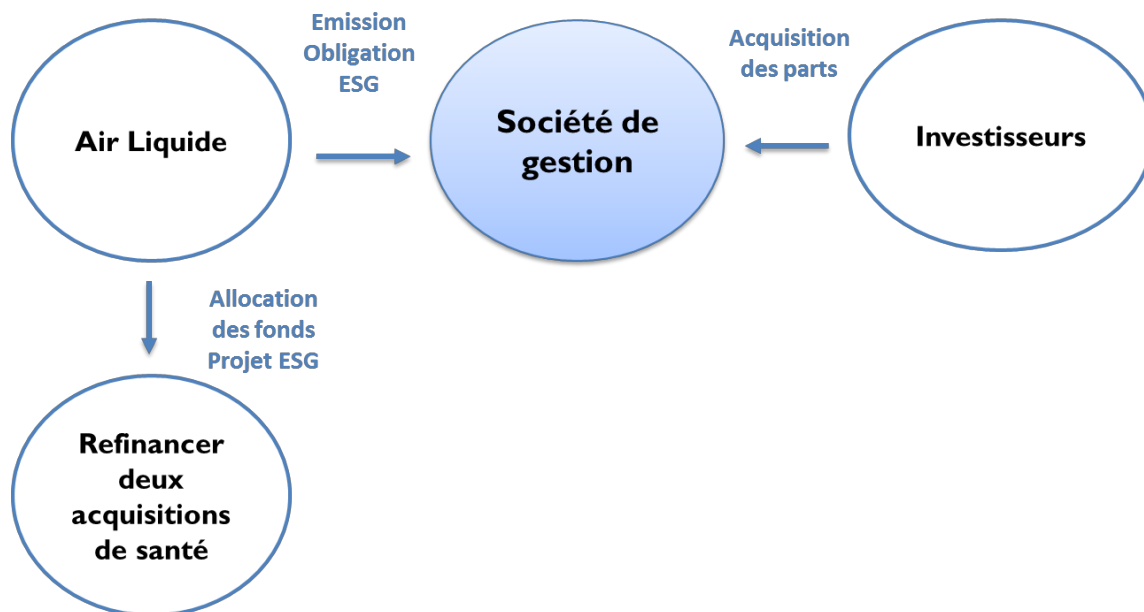


Figure 17 : Schéma de finance directe Air Liquide

Section 3. L'étude de cas n°2 Microfis

Cette troisième section a pour objet de présenter l'étude de cas de Microfis. Le plan de la section 3 est rappelé dans la figure ci-dessous.

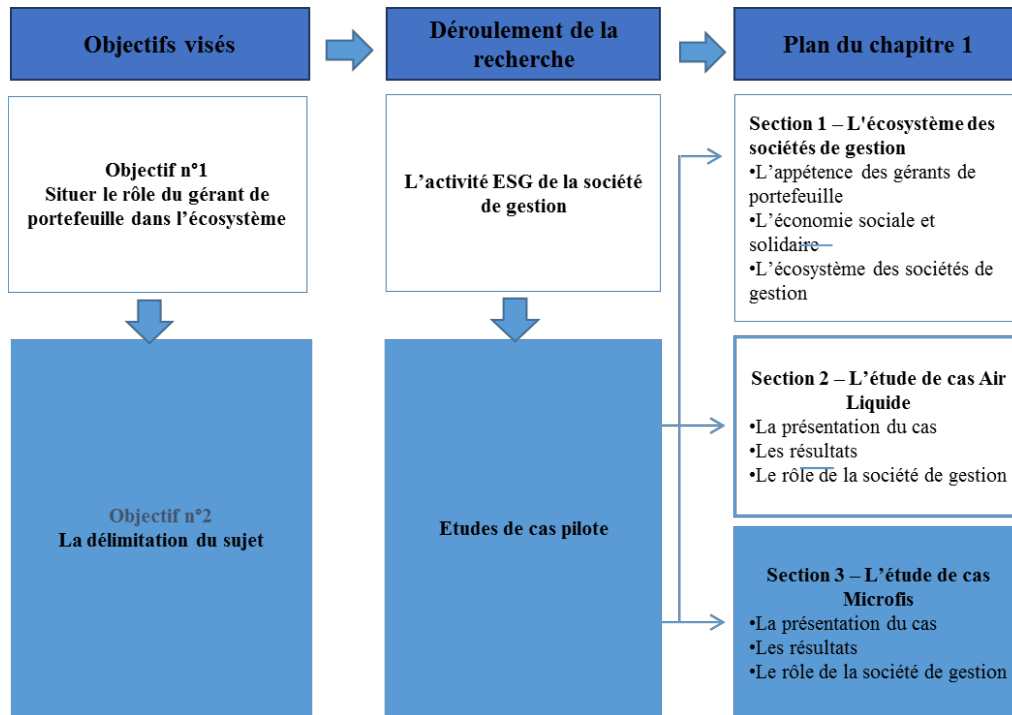


Figure 18 : Plan de la section 3 du chapitre 1

3.1 La présentation de l'étude de cas Microfis: Emission d'obligation ISR microfinance à destination des investisseurs ISR

Dans cette partie, il s'agit de présenter la plateforme de microfinance Microfis, les éléments de contexte, les caractéristiques de l'émission d'obligataire ISR et enfin, les objectifs poursuivis par Microfis.

3.1.1. Emission d'obligation microfinance et solidaire Microfis : Introduction & contextualisation

La microfinance ou encore le micro-crédit ont fait couler beaucoup d'encre ces dernières années. On assiste à un phénomène récent qui est l'inclusion de la microfinance dans le système financier classique, afin d'enrichir l'offre de microcrédit et mettre en relation l'ensemble des partenaires autour d'un projet. Cela est une nouvelle manière de pratiquer la finance et de rendre la finance « utile ». Une relation de financement se tisse entre les IMF, les banques et les investisseurs. La banque, intermédiaire financier, s'invente un nouveau métier et organise elle-même la désintermédiation³⁹.

Microfis est une plateforme de marché réservée aux investisseurs qualifiés nationaux et internationaux qui désirent investir dans le monde de la finance responsable. Celle-ci est basée à Paris, elle a pour mission de syndiquer des obligations Microfinance et Solidaires qui sont cotées sur le segment de marché « finance responsable » ouvert par NYSE EURONEXT. Ainsi, elle pourra organiser le développement de la liquidité des titres de « finance responsable » et permettre aux investisseurs de bénéficier d'une sécurité sur les échanges de titres⁴⁰.

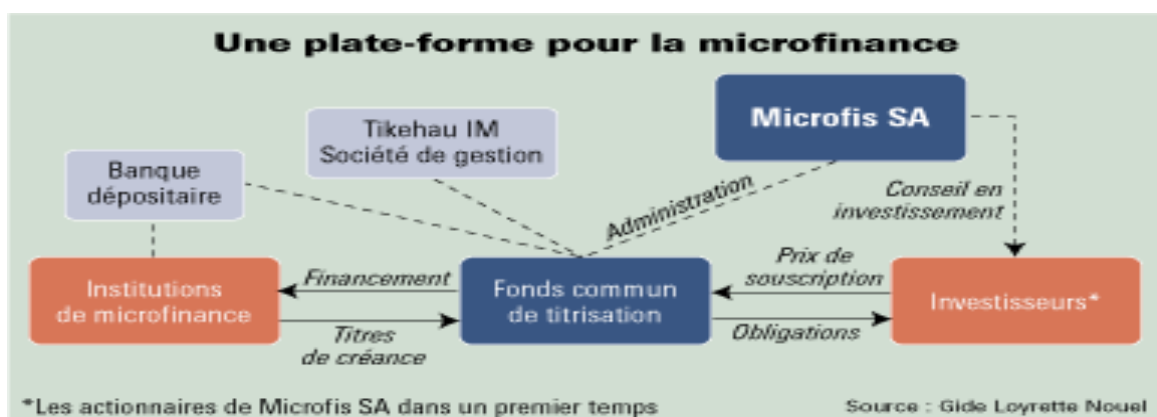
Cette étude de cas traite de l'étude de cas Microfis, qui est la première infrastructure de microfinance de la place de Paris, une plateforme de refinancement « B2B », créé par Mr Cyrille Parant, professionnel de la microfinance et Stéphane Remus Borel, spécialisé dans les montages financiers structurés. Microfis le 14 octobre 2011 avait émis la première obligation microfinance cotée sur un marché international, l'objectif étant de faire de Microfis « l'embryon d'une future bourse de microfinance au monde. A terme, les grands fonds de la microfinance pourront être membres et utiliseront la plateforme pour recycler leurs actifs qui ne sont pas liquides » C.Parant Agefi avril 2010.

³⁹ Christian Cadiou, Jean Michel Maingain, Kristen Cadiou, « Inclusion financière et microcrédit » RFG 2013

⁴⁰ www.pwc.fr (Communiqué de presse 2011 : Microfis a choisi PwC pour la certification ISAE 34-02 de ses procédures)

3.1.2. L'expérience pionnière de Microfis : Caractéristiques de l'émission obligataire

Microfis avait lancé sur Nyse Euronext une émission de 20 millions de dollars avec un TRI (Taux de Rentabilité Interne) de 6%, pour financer une institution cambodgienne Prasac qui dispose de 120 millions de dollars d'actifs et d'une couverture nationale. Le nominal des obligations a été fixé à 100.000 dollars et les titres émis pouvaient être échangés en euros sur Alternext Paris avec un fixing hebdomadaire, soit l'intermédiaire la société de gestion Tikehau Investment Managers et le dépositaire Caceis, les investissements en microfinance internationale ont été structurés et gérés via un fonds commun de titrisation⁴¹.



Source : www.agefi.fr

Figure 19 : Schéma organisationnel de la plateforme de micro-finance

3.1.3. Objectifs & buts

⁴¹ www.agefi.fr article : Microfis fait appel à la titrisation pour soutenir la microfinance (septembre 2011)

Parmi les objectifs de Microfis à travers cette émission obligataire ISR microfinance et solidaire on peut citer :

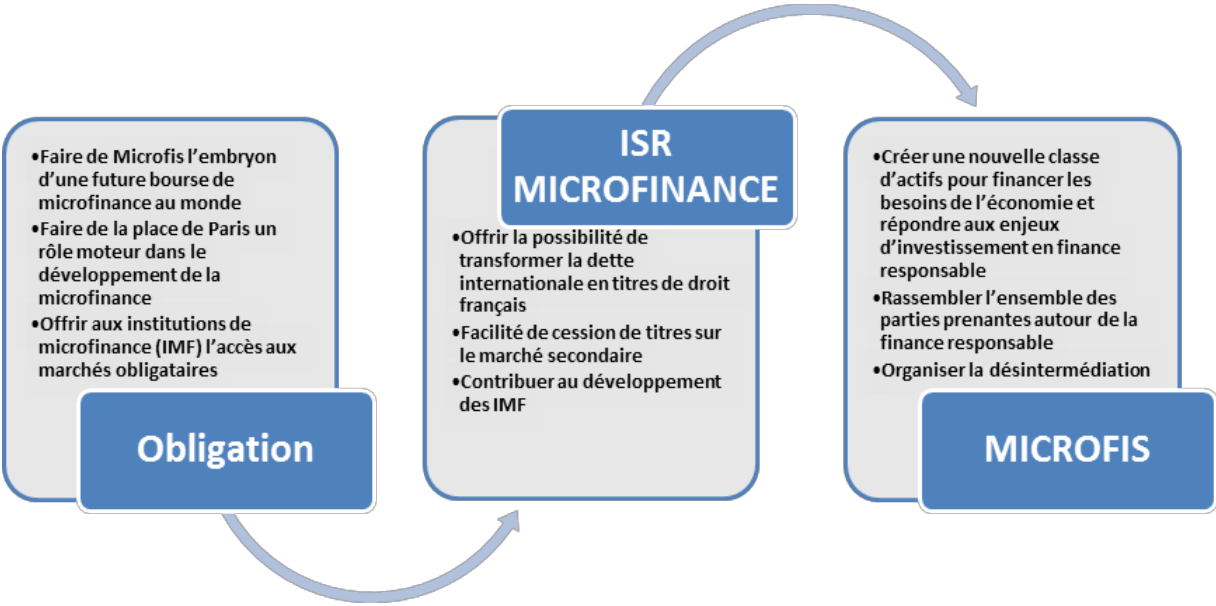


Figure 20 : Les objectifs de l'émission d'obligation ISR microfinance de Microfis

3.2 Les résultats de l'étude de cas

Dans cette partie nous présentons le processus d'analyse, ainsi que les résultats de la recherche exploratoire. Nous nous sommes appuyés dans un premier temps sur des articles de presse et des articles de recherches scientifiques. Ensuite, dans un second temps nous nous sommes appuyés sur un entretien semi-directif avec un gérant de fonds ISR qui a suivi l'opération de Microfis.

3.2.1. La démarche mise en œuvre

Recueil des données

Date	Source	Sujet
25 Août 2011	Agefi	Microfis réalise sa première émission obligataire
14 Octobre 2011	Les échos	Interview avec Mr Cyrille Parant, Président de Microfis
16 Mars 2011	La Tribune	Partenariat Microfis Pricewaterhousecoopers dans la microfinance
31 Mars 2011	La Tribune	Microfis lancement de sa première obligation
6 Juillet 2010	Next finance	La création d'un marché obligataire dédié à la microfinance
2013	African Management Studies, Vol 1, N°1	C.CADIOU : La difficile équation de la microfinance : les enseignements d'une expérience ingénierique
6 Juillet 2010	Euronext	La création de Microfis
6 Juillet 2010	Le Figaro	Microfinance : segment dédié
18 Mai 2011	Pressreader	Première obligation cotée pour la microfinance
1 Avril 2010	Agefi	La titrisation : Microfis

Encadré : Liste des documents utilisés pour collecte de données

3.2.2. Le guide d'entretien

Enfin, le dernier entretien semi-directif a été mené auprès d'un professionnel de la finance, un investisseur ISR « gestionnaire de fonds » qui a suivi l'opération de Microfis pour nous éclairer sur la relation de confiance des investisseurs dans les émissions d'obligations socialement responsables et notamment, sur sa perception des modèles d'organisation.

Le guide d'entretien a été composé de questions ouvertes et construit à partir d'éléments et de concepts issus de notre étude documentaire, ainsi que des informations collectées à travers nos premiers entretiens semi-directifs. Il est composé de sept thèmes présentés ci-dessous.

- **Le profil du gestionnaire et la place de la finance responsable dans son métier**
- **L'avis du gestionnaire sur l'obligation socialement responsable « ISR » et sur la désintermédiation**
- **L'avis du gestionnaire sur les deux modes d'organisation de la transaction**
- **La perception du gestionnaire et son degré de confiance dans les deux émissions ISR**
- **Le processus de construction de portefeuille ISR**
- **Le recyclage dans les fonds ISR**
- **La relation avec les investisseurs à sensibilité ISR**

Encadré : Guide du 4ème entretien semi-directif avec le gérant de fonds ISR

3.2.3. Les enseignements de l'étude de cas

L'étude représente une opération de titrisation en microfinance, la titrisation « *un financement alternatif, structuré et désintermédié qui repose sur un transfert d'actifs et donne ainsi accès à la liquidité* » (Cadiou, 2008). L'objectif étant de massifier l'offre de microcrédits et de créer des liens entre la communauté financière et les IMF. Ainsi, un fonds commun de titrisation a été créé afin de tisser des liens entre les investisseurs et les instituts de microfinance, Microfis organise la relation dans le marché de microfinance, elle se place alors comme un facilitateur et une plateforme qui propose des services de conseil, d'origination, de sélection, d'analyse, de suivi d'actifs et de distribution de prêts.

Autre atout de ce montage, sur le plan juridique, il prévoyait une transformation de la dette en support d'investissement standardisé. « Les contrats de prêts internationaux sont transformés en titre de droit français, émis par le fonds commun de titrisation, qui sont plus facilement échangeables en secondaire qu'une créance directe sur un établissement de microfinance situé à l'autre bout du monde » Xavier de Kergommeaux Agefi Avril 2010.

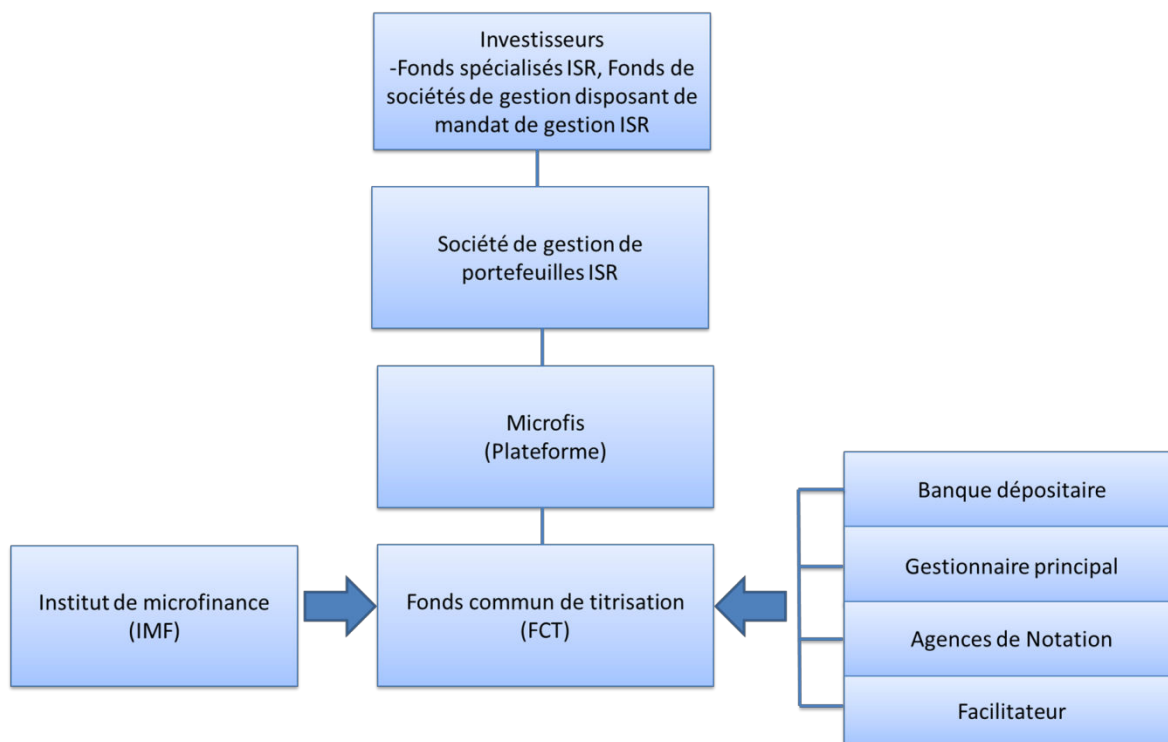


Figure 21 : Analyse partenariale de l'émission de l'obligation ISR de Microfis

Dans ce montage un fonds commun de titrisation est créé (FCT), qui sert de passerelle entre les instituts de microfinance (IMF) et les investisseurs. Microfis étant le facilitateur qui propose des services d'origination, de sélection, d'analyse et de suivi des actifs. Il développe la transformation des actifs en valeurs mobilières cessibles et leur syndication. Il organise la liquidité nécessaire à un véritable marché de microfinance.

L'IMF possède des actifs qui sont sélectionnés en fonction de la qualité de leurs garanties. Ils sont cédés à un véhicule ad hoc, ici le fonds commun de titrisation (FCT). Ce dernier les acquiert et organise la gestion, gère des flux associés (perception des règlements des créances, paiement d'intérêt...). Il se refinance par une émission de parts ou d'obligations dites structurées afin de répondre aux profils d'investisseurs sur le marché. Les investisseurs apportent du cash au FCT par le paiement des titres acquis et reçoivent durant la durée du montage des intérêts et un remboursement programmé pour leur placement. La gestion des actifs acquis par le FCT doit permettre la gestion de la dette du même FCT auprès du marché. Le cash obtenu du règlement des titres par les investisseurs permet au FCT de financer l'acquisition de ses actifs et revient à l'IMF sous forme d'un prêt. Cette dernière bénéficie d'un moyen de financement alternatif qui va lui permettre de massifier son offre de microcrédit⁴².

⁴² Christian Cadiou, Jean Michel Maingain, Kristen Cadiou, « Inclusion financière et microcrédit » RFG 2013

Concernant les investisseurs, étant donné qu'ils seront aussi les actionnaires de la plateforme, Microfis avait exigé d'eux des commissions limitées, d'environ 1,3% pour les actifs ayant une maturité de trois ans, des commissions qui restent très avantageuses comparant avec les frais entre 2.2% à 2.5% dans le cas des fonds microfinance classiques⁴³.

De l'autre côté on a les agences de notation extra-financière qui notent les titres dans le FCT. Les sociétés de gestion, ici Tikehau IM pour la structuration de la plateforme et le dépositaire Caceis société du groupe Crédit Agricole, groupe bancaire dédié aux institutionnels et entreprises.

Tableau 7 : Analyse SWOT de l'émission obligataire microfinance et solidaire Microfis

Forces	Faiblesses
<ul style="list-style-type: none"> • Première émission obligataire ISR de microfinance en France • Notation extra-financière par Vigéo • Structure du projet, rentabilité estimée à 6% 	<ul style="list-style-type: none"> • Produit libellé en dollars, émis en dollars et côté en euros • Un manque de liquidité • Traçabilité pour les investisseurs • Asymétrie d'information, multitude d'acteurs • Masse critique d'opérations engagées dans des structures coûteuses • Manque de souplesse des sociétés de gestion
Opportunités	Menaces
<ul style="list-style-type: none"> • Faire de Microfis l'embryon d'une future bourse de microfinance au monde • Offrir aux IMF l'accès au marché obligataire • Offrir la possibilité de transformer la dette internationale en droit français 	<ul style="list-style-type: none"> • Produit innovant, montage complexe • Risque élevé pour les investisseurs • Viabilité des IMF • Cotation sur Alternext, marché non réglementé • L'image de la titrisation • Pas d'historique (réputation)

⁴³ www.agefi.fr article : Microfis fait appel à la titrisation pour soutenir la microfinance

3.3 Le rôle de la société de gestion

Microfis (plateforme de marché réservée aux investisseurs institutionnels qui souhaitent investir dans la finance responsable) avait émis la première obligation microfinance cotée sur un marché international avec l'objectif de faire de cette plateforme « l'embryon d'une future bourse de microfinance dans le monde ». La société de gestion propose de créer un lien d'échange entre les investisseurs en microfinance dans le monde en vue de recycler leurs actifs et de massifier la microfinance.

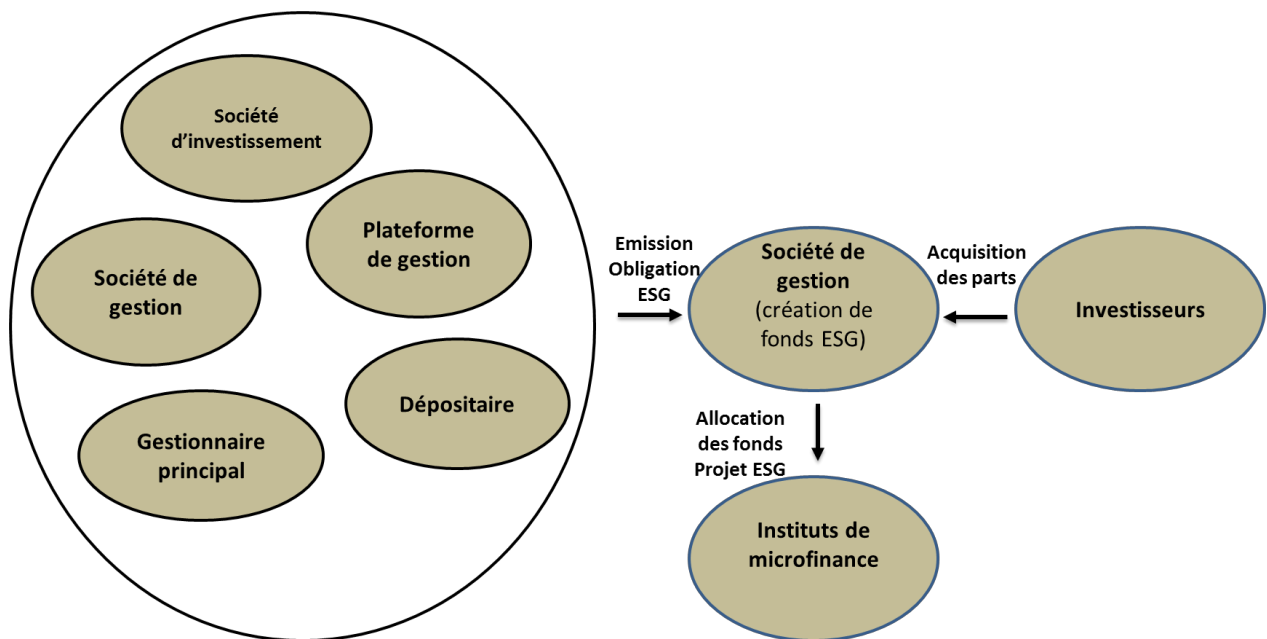


Figure 22 : Schéma de finance partenariale Microfis

Dans ce contexte, le mode d'organisation de Microfis représente un schéma d'inclusion financière partenariale par titrisation avec l'objectif d'apporter plus de ressources financières et de liquidité pour le marché de microfinance, « elle permet d'accéder à des financements alternatifs et apporte des ressources aux acteurs de l'économie sociale et solidaire pour servir des microprojets » (Cadiou, 2013).

La plateforme créée est réservée aux investisseurs professionnels qui veulent investir dans la finance responsable, se veut d'organiser la liquidité entre les différents acteurs. En ce sens, le fonds commun de titrisation sert de passerelle entre les investisseurs et les instituts de microfinance. Les fonds levés serviront à refinancer les activités des instituts de microfinance.

L'émission obligataire partenariale est organisée par la société de gestion Microfis SAS, qui se place comme facilitateur entre la plateforme et qui, propose des services de conseil,

d'origination, de sélection, de suivi d'actifs et de distribution de prêts. Tikehau se positionne comme un gestionnaire principal, c'est une société de gestion qui structure le fonds commun de titrisation.

Les sociétés de gestion à qui sont destinés ces produits doivent produire des fonds ISR à partir des obligations de microfinance. Ainsi les investisseurs qui sont intéressés peuvent acquérir des parts du fonds commun de titrisation. L'ambition de Microfis était de massifier les ressources de microfinance et créer lieu d'échanges pour les investisseurs en microfinance dans le monde.

Les ressources qui sont dégagés serviront ensuite à l'IMF Prasac, qui s'occupe de financer les opérations de microcrédits d'agents défavorisés en Cambodge.

En effet, la **société de gestion** est le noyau central à l'origine de l'imbrication dans le modèle partenarial puisqu'elle constitue un premier filtre qui produit des fonds ISR à partir de sa sélection des produits en se référant à un certain nombre de critères. La notion de confiance est un concept clé au cœur de cette relation entre l'émetteur et la société de gestion, mais aussi se trouve élargie à l'ensemble des partenaires.

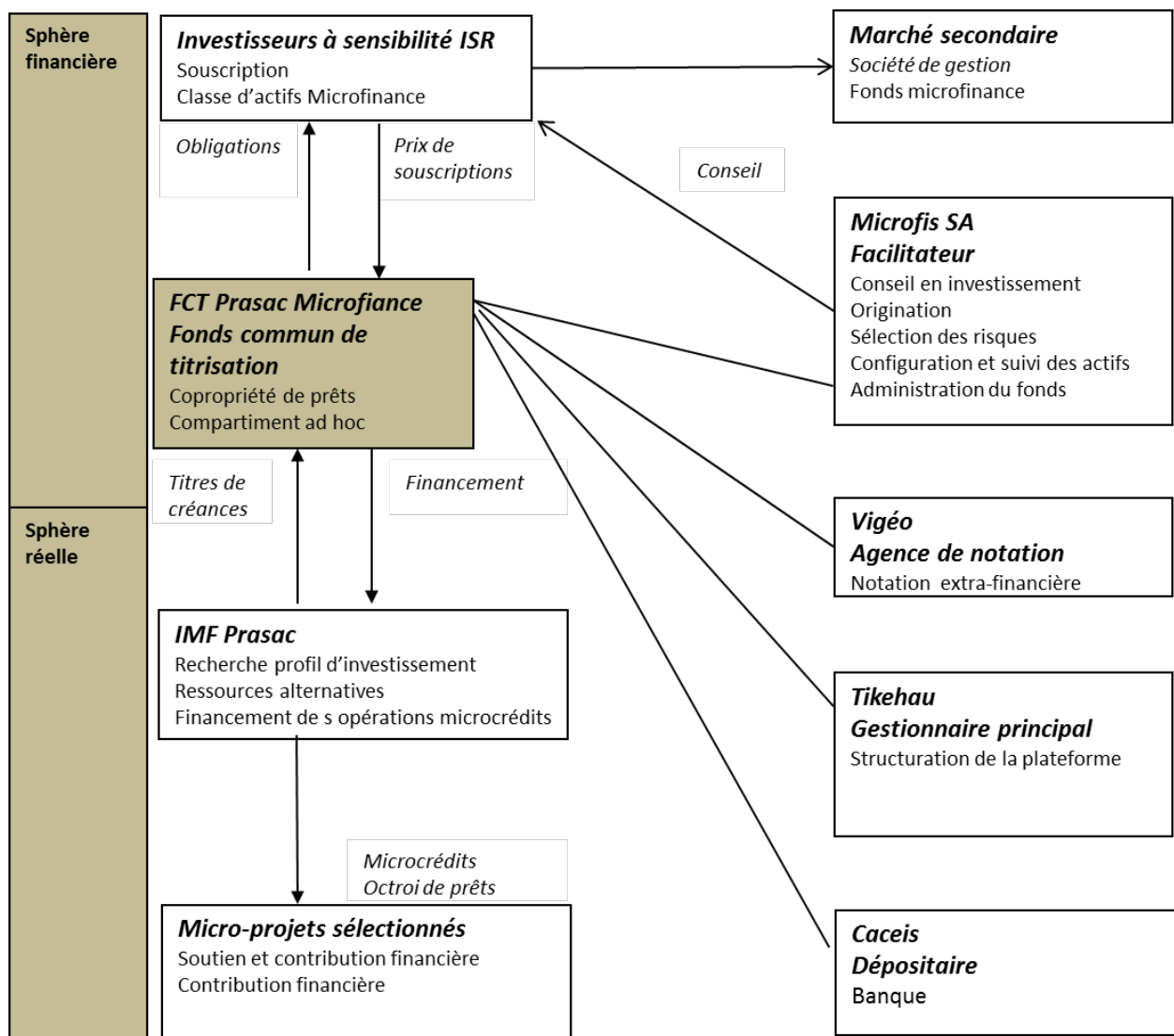


Figure 23 : Architecture organisationnelle multilatérale de Microfis (modèle adapté à partir du modèle d'inclusion par titrisation Cadiou, 2013)

D'un côté, la sphère financière se compose des différents acteurs financiers qui structurent l'organisation des ressources financières. La *société de gestion* Microfis SA, joue un double rôle. Elle joue le rôle de conseil en investissement auprès des autres investisseurs à sensibilité ISR, les « sociétés de gestion » et les autres fonds ISR. Elle joue également un rôle dans l'administration du fonds commun de titrisation « FCT Prasac Microfinance ». En ce sens, la désintermédiation passe par la société de gestion Microfis SA pour l'origination, la sélection des risques, l'évaluation des risques et la configuration et le suivi des actifs. A partir de sa notation interne et de la notation externe de l'agence de notation Vigéo, elle joue son rôle dans la création du fonds commun de titrisation. La société de gestion organise la liquidité en transformant les actifs en valeurs immobilières. Ainsi, produit des fonds ISR et les propose à

ses clients investisseurs qui recherchent des attentes sociales. Sur le plan juridique, elle prévoyait de transformer la dette en support d'investissement standardisé, ce qui facilite l'échange des contrats de prêts internationaux en titre de droit français dans le marché secondaire.

L'*agence d'analyse extra-financière* Vigéo, note les titres dans le fonds commun de titrisation et offre une analyse sur les risques de microfinance en Cambodge.

La *plateforme de gestion*, Tikehau qui est le gestionnaire principal structure la plateforme et encadre la titrisation dans le fonds commun de titrisation.

Le *dépositaire*, Caceis, se place comme dépositaire dans notre modèle. C'est un groupe bancaire qui est dédié aux investisseurs professionnels et aux professionnels de la finance.

Les *investisseurs directs*, qui sont représentée par les différentes sociétés de gestion à qui sont destinés ces produits. Ils sont les détenteurs de ressources et cherchent à placer leurs argents tout en exprimant des attentes ESG. Ils sont à la recherche d'une double performance financière et extra-financière.

De l'autre côté, la sphère économique regroupe les agents qui agissent pour transformer les ressources financières en initiatives pour le développement économique et social. En ce sens, « *la microfinance inclusive développe un processus de transformation de ressources financières en initiative économique* » (Cadiou, 2014).

L'*institut de microfinance* (IMF), joue le rôle de distribution des ressources financières et le fléchage vers des activités de microcrédits. Elle permet de tisser un lien entre la sphère financière et la sphère économique à travers le fonds commun de titrisation. L'IMF possède des actifs qui sont sélectionnés en fonction de leurs qualités et leurs garanties, et sont cédés à un véhicule ad hoc (FCT) qui se refinance par l'émission des titres. L'argent reçu revient à l'IMF sous forme de prêt qu'elle va ensuite proposer pour soutenir les micro-projets sélectionnés.

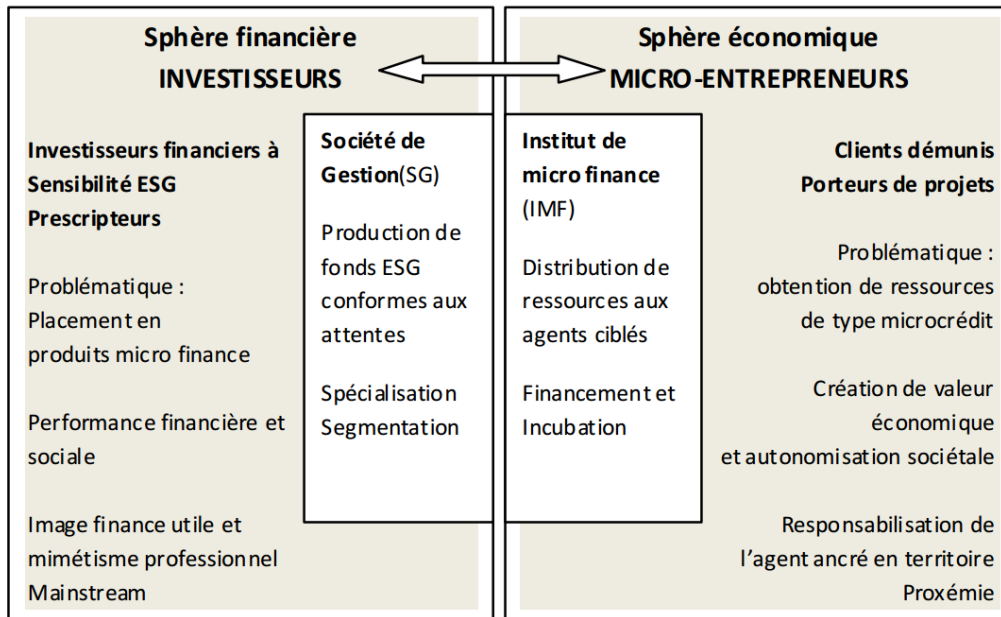


Figure 24 : L'imbrication partenariale inclusive (source : Cadiou, 2014)

Ainsi, en se positionnant entre l'émetteur et les investisseurs la société de gestion participe à l'introduction de l'obligation microfinance dans ses fonds ESG. L'institut de microfinance fait de la responsabilité sociale en octroyant les microcrédits aux entrepreneurs en difficulté. En construisant le produit avec la société de gestion, qui va décider de oui ou non l'intégrer dans ses fonds ESG, la société de gestion va mettre l'obligation microfinance à disposition de l'investisseur final qui va à son tour décider de faire confiance ou pas à la société de gestion.

Section 4. Le croisement des données des deux études de cas

Dans cette section, nous procédons au croisement des données des deux études de cas et dégageons les points de convergences et de divergences. Le plan de la section 3 est rappelé dans la figure ci-dessous.

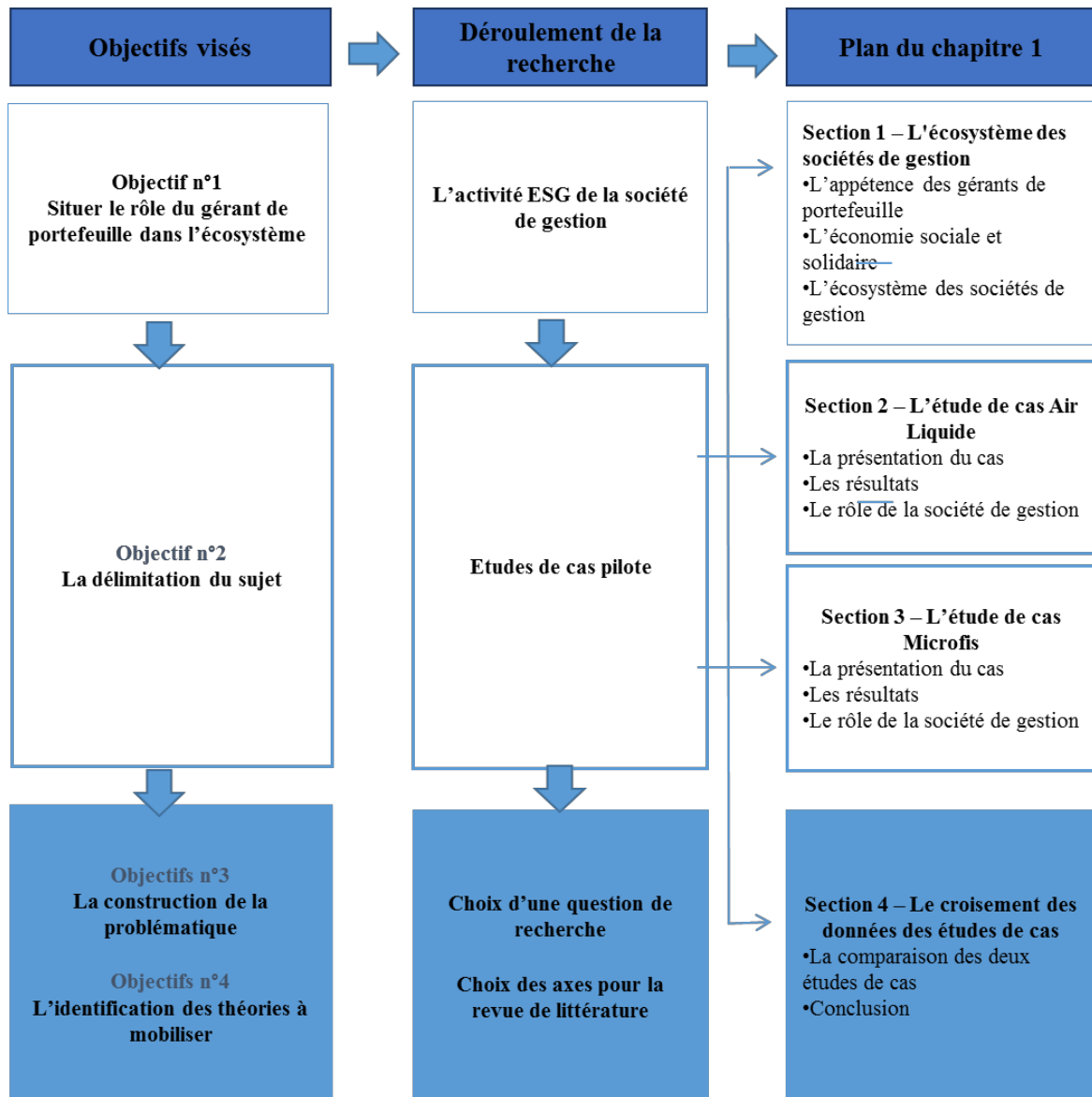


Figure 25 : Plan de la section 4 du chapitre 1

4.1 La comparaison des deux études de cas pionniers

Pour conclure ce premier titre, une comparaison des deux études de cas nous semble intéressante pour bien comprendre les spécificités de chacune.

Longtemps limité aux différents acteurs publics et supranationaux, le secteur obligataire responsable ou ISR s'est ouvert aux entreprises. Air liquide en a profité pour être l'un des pionniers dans le monde et le premier en Europe en ce secteur, et a levé 500 millions d'euros pour émettre un emprunt obligataire ISR. Cette action vise surtout un grand public d'investisseurs disposant de mandats de gestion ISR qu'on ne voyait pas beaucoup sur ce secteur. L'objectif d'Air liquide était donc de diversifier son portefeuille d'investisseurs, toucher ces investisseurs ISR et de ce fait accéder à de nouvelles sources de financement qui lui permettront de poursuivre sa stratégie de croissance externe dans le cadre de son programme EMTN⁴⁴.

Cette opération a permis aussi à Air Liquide « d'offrir aux investisseurs une opportunité d'investir dans un placement corporate, de réaffirmer son engagement responsable, de faire un grand coup de communication, d'améliorer son image et de créer de la valeur actionnariale du fait du taux très compétitif auquel elle a bénéficié, un bon coupon et un très bon taux d'emprunt qui aurait été identique sur le marché obligataire classique » selon Franck Hergault le responsable corporate Crédit Agricole CIB.

Ainsi, les fonds ont été fléchés pour refinancer les deux acquisitions de santé à domicile Gasmedi et LVL Médical, chose nouvelle puisque jusqu'à la seuls les greens bonds et climates bonds au niveau international avait recours à ça et aujourd'hui pour une entreprise c'est une première de flécher les fonds dans le cadre d'une émission obligataire. L'allocation de fonds levés a servi donc au refinancement de la croissance de la division des soins à domicile pour laquelle Air Liquide a récemment fait deux acquisitions.

On est au début de la réflexion sur ces sujets autour des obligataires ISR, aujourd'hui les entreprises qui s'y ont intéressés le faisaient sans communiquer sur leur notation extra-financière. Afin d'être éligible auprès des investisseurs, Air Liquide a fait appel à l'agence de notation extra-financière Vigéo pour évaluer sa politique ESG, un diagnostic environnemental, social et de gouvernance de sa division des soins à domicile.

⁴⁴ Programme d'émissions de titres EMTN 'Euro Medium Term Notes'

Durant plus d'un mois, Vigéo a procédé à une revue des pratiques responsables de l'activité, comme les conditions de sécurité des employés, la prise en compte par le groupe des effets liés à son usage énergétique ainsi que sa stratégie environnementale. Air liquide a obtenu une note de 43 sur 100, un score qui est en apparence faible, mais sensiblement supérieur à la moyenne des autres sociétés du secteur de la santé, qui s'établit à 32.9 sur 100.

L'obtention de cette notation de la part de l'agence de notation extra-financière Vigéo a permis la qualification ISR de cette émission. L'entreprise s'est engagée ensuite à fournir aux investisseurs, chaque année, un état de lieux ou un reporting de l'évolution des pratiques ISR de l'activité concernée par la levée obligataire et de la performance environnementale et sociale de cette activité, comprenant notamment le nombre de patients traités. De ce fait, cette émission a été noté « A – Outlook Positif » par Standard & Poor's.

Cette obligation a été placée en grande partie auprès des sociétés de gestion qui sélectionne l'obligation d'Air Liquide pour l'intégrer dans ses fonds et la proposer ensuite à son tour à des investisseurs ISR.

Ainsi, la comparaison avec la deuxième étude de cas sera intéressante pour voir la différence entre les deux montages, et qu'est ce qui a fait que les investisseurs ISR ont suivi dans le cas d'Air Liquide, ou du moins une partie d'investisseurs ? Et en fonction de quels critères les investisseurs ISR prennent les décisions d'investir ou non dans les fonds ESG?

Du côté de Microfis, on assiste à des montages financiers qui sont de plus en plus complexes. Dans cette étude de cas qui traite de la « désintermédiation dans la microfinance » et des « nouvelles architectures ingénieriques de titrisation », l'objectif est de trouver de nouvelles sources de financement et de rassembler la communauté financière autour d'un axe stratégique celui de la finance responsable.

D'après C Parant président de Microfis lors de son entretien avec Jean François Hennion, l'obligation microfinance est un produit innovant, les investisseurs n'ont pas l'habitude de voir ce type de montage.

Microfis jouait le rôle de facilitateur dont l'ambition était de devenir l'embryon d'une future bourse de microfinance dans le monde, en mobilisant la communauté financière, notamment les investisseurs souhaitant intégrer des critères ESG et de finance responsable dans leurs investissements, autour de la problématique des IMF et de finance responsable.

Les deux montages reprennent deux schémas différents, deux modes différents d'organisation d'une émission obligataire ISR. L'un représentant un schéma de finance « directe », celui d'Air liquide où Air liquide joue le rôle direct entre la sphère financière et la sphère réelle. L'autre représentant un schéma de finance « désintermédiée », un montage complexe, où c'est l'IMF qui joue le rôle d'intermédiaire entre la sphère financière et la sphère réelle.

Il existe des points de communs et de divergence entre les deux montages. Par rapport aux points communs entre les deux montages, les deux représentent deux émissions obligataires à caractère responsable et se veulent d'être des pionniers dans la finance responsable à travers l'ouverture de l'accès aux marchés obligataires, ce qui permet d'accéder à de nouvelles sources de financement, de participer au développement économique et social ; l'un avec le fléchage des fonds vers des acquisitions de santé et l'autre pour soutenir et financer la microfinance.

Les deux montages ont utilisé des agences de notation extra-financière, Air Liquide pour évaluer la politique ESG de sa division de santé, Microfis pour qualifier les titres qui sont dans le fonds commun de titrisation.

Même si c'était ouvert à tous les investisseurs ce sont les sociétés de gestion qui sont visés dans les deux opérations, 60% des investisseurs Air Liquide sont soit des fonds spécialisés ISR ou des sociétés de gestion ayant un mandat ISR, pour Microfis les investisseurs visés sont des sociétés de gestion dont elle avait exigée des commissions limitées, d'environ 1.3% pour les actifs ayant une maturité de trois ans, des commissions jugées très avantageuses comparant avec les frais entre 2.2% et 2.5% dans le cas des fonds microfinance classique.

Mais encore, les deux opérations se veulent rassembler l'ensemble de la communauté financière autour de sujet de responsabilité sociale et d'investissement socialement responsable.

Par rapport aux points de divergence. Concernant le premier montage d'Air liquide, c'est un schéma de finance « directe » où les investisseurs désirant investir dans l'ISR achètent des parts d'obligations, qui sont notées par les agences de notation. Air liquide est en relation directe avec les sociétés de gestion, pour ensuite allouer les fonds, flécher les fonds vers des projets à vocation sociale et sociétale et dans notre propos refinancer les deux acquisitions Gasmedi et LVL Medical deux acteurs de santé à domicile.

Dans le cas de Microfis, c'est un schéma de finance « désintermédiée », soit par l'intermédiaire de la société de gestion Tikehau, Microfis jouant le rôle de facilitateur, en mobilisant un

ensemble de partenaires où les sociétés de gestion achètent des parts ou obligations du fonds commun de titrisation qui sont notées par l'agence de notation extra-financière et qui reviennent sous formes de prêts accordés aux Instituts de Microfinance (IMF) afin de financer des projets de microfinance. Microfis se plaçant comme un facilitateur, une institution financière qui fait du conseil, veille au respect des normes internationales, qui fait de l'origination, la sélection de risques, la configuration et le suivi d'actifs. L'objectif étant de créer une nouvelle classe d'actifs en microfinance et de faire de Microfis « un embryon d'une future bourse de microfinance au monde ».

Autre point de divergence, Air liquide a communiqué sur sa notation extra-financière, ainsi que sur le fléchage de fonds et sur son engagement à faire un reporting chaque année auprès de ses investisseurs de l'état de lieux de l'évolution des pratiques ISR de l'activité concernée, afin d'améliorer son image, d'être éligible auprès des investisseurs et de créer de la valeur actionnariale du fait du taux très compétitif et du coupon auxquels elle a bénéficié.

De son côté, Microfis se voulait rassurer ses investisseurs en associant un grand nombre de partenaires autour d'un nouvel modèle d'inclusion par titrisation, en associant expérience professionnelle, agence de notation, société de gestion, investisseurs et IMF en fonction de la qualité de leurs garanties.

Autre point de divergence, le premier modèle Air liquide repose sur le don, que l'entreprise gère elle-même et verse au moment où les investisseurs achètent les parts, le deuxième Microfis repose sur une approche inclusive, celle de l'intégration de la microfinance dans le système financier formalisé à travers une désintermédiation.

Dans les deux montages, un même objectif est recherché, celui de mobiliser de la trésorerie pour servir une cause utile. Cependant, on assiste à deux manières distinctes de faire de l'investissement socialement responsable. Le montage d'Air Liquide dont la vocation principale était d'attirer une nouvelle classe d'actifs dans leur portefeuille, à savoir les investisseurs ISR ou les sociétés de gestion disposant de mandat ISR, et de permettre à Air liquide d'avoir une image socialement responsable. Différemment du deuxième montage de Microfis qui est plus complexe, dont le but est de service des actions de microfinance.

Pour attirer et mettre en confiance les investisseurs, Air liquide a voulu minimiser les risques potentiels. Elle a mis en avant la renommée du groupe et son poids économique mondial, émis des obligations qui sont plus sûrs que les actions avec des conditions de financement

satisfaisantes, dont un bon coupon, un bon taux d'emprunt très compétitif. Le travail en amont a porté ses fruits, dans la mesure où un grand effort de communication a été déployé auprès des investisseurs voulant saisir une opportunité d'investir dans un placement corporate, en communiquant sur sa notation extra-financière réalisée par l'agence de notation extra-financière Vigéo portant sur un diagnostic environnemental et social de la division soins à domicile, en allouant les fonds levés pour refinancer la croissance de la division des soins à domicile des deux acquisitions de santé et en prenant l'engagement d'assurer un reporting annuel sur la performance environnementale et sociale de l'activité.

Parmi les types d'investisseurs, le plus grand nombre est représentatif des gestionnaires de fonds qui représentent 67%, suivi par les banques et institutions financières à 10%, les assureurs à 9%, les fonds de pension à 7% et les banques centrales à 2%⁴⁵. « Parmi les 229 investisseurs ayant abondé le carnet d'ordres, près de 60% d'entre eux représentent soit des fonds spécialisés ISR, soit des fonds de sociétés de gestion plus traditionnelles disposant d'un mandat de gestion ISR »⁴⁶.

⁴⁵ Document interne à l'entreprise

⁴⁶ Financement – Air Liquide ouvre la voie à un marché obligataire « responsable », revue Option Finance n°1196 – Lundi 12 novembre 2012

4.2 Conclusion de la section 4

L'étude de cas exploratoire, nous a permis de comprendre le modèle d'organisation des deux émissions d'obligations ISR à destination des investisseurs. Les différents apports nous ont permis ainsi de délimiter notre sujet de recherche. Elle nous a permis aussi de mettre en lumière les différentes pratiques RSE dans les deux cas.

Les points les plus importants qui émergent sont relatifs au mode d'organisation de la transaction. La transaction « directe » d'Air Liquide est considérée comme une opération plus visible pour les investisseurs et qui donne plus de confiance et moins de risque. Cette dernière est considérée comme ayant plus de traçabilité et de transparence vis-à-vis des investisseurs qu'ils peuvent facilement rentrer dans leurs portefeuilles. Cette transaction semble avoir plus d'appétence pour les investisseurs.

Quant à Microfis, les points les plus intéressants qui émergent sont relatifs à la question de la complexité de l'organisation de la transaction, l'asymétrie d'information, la possibilité des conflits d'intérêts entre acteurs, de l'innovation en elle-même, de l'historique de Microfis et de la notation extra-financière de Vigéo en la comparant avec les propres analyses faites par la sociétés de gestion en interne.

En conclusion, le croisement des données des deux études de cas nous amène à dire que dans les deux cas étudiés ont des points de divergence et de convergence. Nous avons étudié deux mécanismes différents, deux interventions de la société de gestion qui fait la même chose sauf qu'elle a deux perceptions différentes de ces deux mécanismes organisationnels. La perception de la société de gestion de l'obligation Air Liquide est très positive par rapport à la perception de l'obligation Microfis qui est considérée comme plus risquée. Le tableau suivant résume cette vision comparative des deux émissions obligataires, dont les variables sont extraites des entretiens semi-directifs et des différentes données secondaires consultées.

Perception de l'émission obligataire Air Liquide	Perception de l'émission obligataire Microfis
<ul style="list-style-type: none"> ❖ Asymétrie d'information faible ❖ Plus de traçabilité ❖ Forte visibilité pour les investisseurs ❖ Pionnier de l'obligataire responsable ❖ Nouvelles sources de financement ❖ Image responsable 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Asymétrie d'information élevée ❖ Peu de traçabilité ❖ Diversification de risques ❖ Image de la titrisation après la crise est un inconvénient ❖ Le risque de conflits d'intérêt ❖ Produit innovant ❖ Nouvelle classe d'actifs

Le schéma ci-dessous est une forme de synthèse des variables et des éléments les plus importants qui ressortent de notre étude de cas et qui, caractérisent les modes d'organisation. Ces résultats nous ont permis par la suite d'engager des recherches sur les axes de littératures au regard de la théorie des coûts de transaction et les modes d'organisations.

En synthèse,

Les deux émissions obligataires ont un caractère responsable et se veulent d'être pionniers dans la finance responsable à travers l'ouverture de l'accès aux marchés obligataires ISR.

La cible commune est la société de gestion de portefeuille ISR.

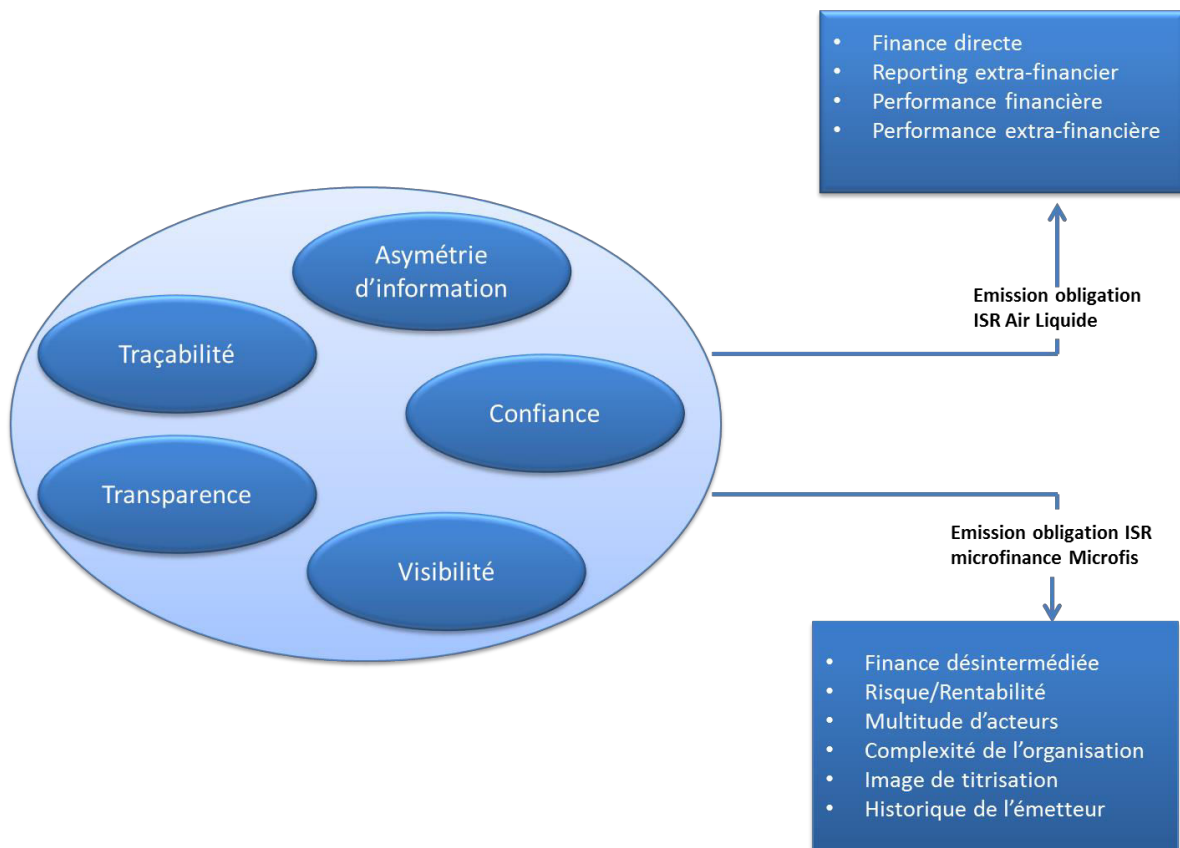


Figure 26: Synthèse des deux cas exploratoires

Synthèse du chapitre premier

L'utilisation des deux études de cas qui se révèlent comme cas pilotes dans notre travail doctoral, permettent ainsi d'étudier en profondeur deux innovations dont l'intérêt du sujet de recherche est grand puisque les deux cas s'avèrent être les deux cas pionniers dans le domaine de l'ISR, ouvrant la voie à de futures approches partenariales dans le futur. Ainsi, il est intéressant pour le chercheur de comprendre et étudier en profondeur ces phénomènes.

L'étude de cas est une méthode privilégiée en sciences de gestion dans une démarche exploratoire tentant d'étudier les innovations, puisque l'objectif de généralisation des résultats n'est pas le premier objectif de l'étude visé (Saporta, 2003).

Les enseignements de la recherche

Dans cette partie, nous discutons les enseignements issus de notre recherche exploratoire à partir des deux cas étudiés qui représentent des éléments qui sont très riches dans la poursuite de notre travail doctoral.

Partant d'un questionnement ouvert sur l'analyse des modes organisationnels d'une émission d'obligation ISR, l'étude de cas pilote nous a permis de « **prendre contact avec le terrain** » (Romelaer, 2005, p.114) et d'**affiner notre question de recherche**.

1. L'affirmation de la problématique

Nous pouvons formuler ainsi notre question de recherche :

- **Pourquoi un gérant de fonds n'est-il pas indifférent à une émission d'obligation socialement responsable ?**

Nous nous interrogeons sur les raisons qui poussent un gérant de fonds ISR à faire un choix entre les différents produits. Le gérant de portefeuille constitue un élément clé dans la réussite de la transaction.

Notre démarche se base sur une étude comparative de deux modes organisationnels innovateurs. A l'issu de ce premier chapitre, nous pouvons relever certains enseignements de ces deux cas, qui vont nous être très utile par la suite de notre travail de recherche.

Les deux études de cas traitent de deux modes différents d'organisation d'une transaction financière qualifiée de socialement responsable dont l'objectif commun est de faire de l'investissement socialement responsable.

Air Liquide a choisi d'adopter un mode d'organisation « direct », a réussi mettre en confiance les investisseurs et créer de l'appétence envers ces titres émis. A travers son mode d'organisation de cette transaction, sa notation extra-financière par Vigéo (même si elle est contestée par certains praticiens de la finance), sa communication avec les investisseurs, la renommée du groupe, son reporting extra-financier envers les investisseurs, Air liquide a pu réaliser suscité l'intérêt des sociétés de gestion pour ce produit.

Microfis a choisi d'adopter un mode d'organisation « indirect » en l'occurrence la titrisation, un mode d'organisation complexe qui organise un phénomène « d'inclusion partenariale » (Cadiou, 2014) par l'intermédiaire de sa société de gestion Tikehau qui intervient pour structurer le FCT (fonds commun de titrisation).

L'organisation de la transaction se veut très spécifique et complexe du fait qu'elle rassemble un ensemble de partenaires autour de la transaction. Microfis, se positionnant comme facilitateur qui fait du conseil financier, qui organise la liquidité, l'origination, l'analyse et le suivi des actifs. L'institution de microfinance PRASAC est l'administrateur du montage et conseille les investisseurs. Les parts du fonds commun de titrisation sont souscrites par des investisseurs « qualifiés » qui sont les sociétés de gestion qui s'approvisionnent auprès de la société de gestion et gestionnaire principal Tikehau. La banque qui joue le rôle de dépositaire. Prasac qui joue le rôle de l'institut de microfinance au Cambodge qui gère le portefeuille de prêts de microfinance et qui soutient les projets de microfinance. Ces parts microfinance sont par la suite recyclées dans leurs fonds ISR et proposés à leurs « clients-investisseurs à sensibilité ESG » (Cadiou, 2014).

Cette opération constitue une innovation organisationnelle. La complexité de l'organisation de la transaction, le jeu des acteurs, l'asymétrie d'information, la possibilité de conflits d'intérêts, la notation extra-financière de Vigéo par rapport au Cambodge, la traçabilité pour les investisseurs, le manque de liquidité, les risques de microfinance en Cambodge, la cotation sur

un marché international, l'historique de Microfis, l'approche par la titrisation , sont des éléments qui suscitent notre intérêt.

Dès lors, notre problématique sort affinée :

Notre problématique se situe alors à ce niveau d'analyse dans la « sphère financière ». Il s'agit d'exploiter le retour d'expérience de ces études de cas, et d'étudier l'attractivité des gérants d'actifs face à des mécanismes différenciés d'économie sociale et solidaire.

2. L'identification des théories à mobiliser

La suite de notre travail doctoral vise à élaborer un cadre conceptuel d'analyse. Dès lors, nos études de cas nous ont conduits à identifier des variables clés et ainsi nous intéresser à l'étude de la théorie des coûts de transaction pour répondre à notre problématique de recherche. Williamson (1975, 1985, 1994) fournit un cadre conceptuel qui permet de rendre compte des différentes façons d'organiser les transactions, et du choix des acteurs des modes d'organisation.

Dès lors, il nous semble aussi qu'il convient de s'intéresser à l'étude des « innovations sociales » dans le secteur financier (Gendron, Gilles, 2003) à l'origine de l'imbrication entre les deux secteurs financier et solidaire. En ce sens, l'étude de la théorie de l'économie sociale et solidaire fournit un cadre conceptuel nous permettant d'appréhender cette dynamique collective et d'étudier les logiques des différents acteurs.

Les études de cas empiriques nous amènent à construire notre problématique. Désormais, nous pouvons formuler le questionnement qui guide notre travail doctoral comme suit :

Partant d'une problématique qui traite de, l'attractivité des gestionnaires d'actifs face à des mécanismes différenciés d'Economie Sociale et Solidaire et l'étude de la sensibilité des investisseurs à la qualité des fonds ISR des sociétés de gestion à la nature du processus de construction, nous poursuivons les objectifs suivants :

Trois questions associées à notre questionnement doivent être étudiées. La première question vise à comprendre l'arrangement organisationnel qui a abouti à émettre deux émissions d'obligataires responsables à destination des investisseurs souhaitant intégrer des dimensions d'investissement socialement responsable dans la sélection des fonds. Il s'agit donc de comprendre :

➤ **Quel arrangement organisationnel qui a abouti à émettre une obligation sociale ?**

La seconde question concerne l'étude de la valeur créée par les deux modèles. Il s'agit de comprendre :

➤ **Quelle performance des deux modèles ?**

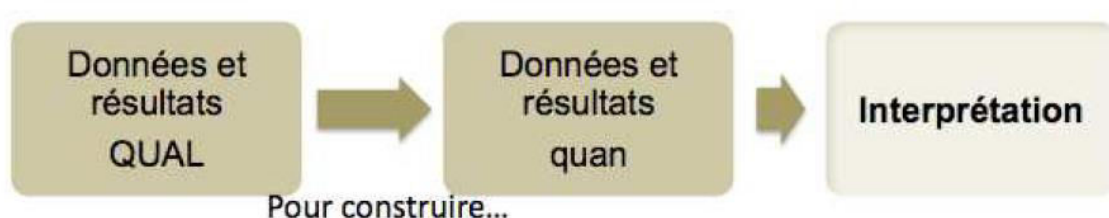
Quant à la troisième question, elle relève à la compréhension du comportement de la société de gestion et du rôle qu'elle joue dans l'appréciation des produits responsables.

➤ **Quel rôle de la société de gestion ?**

Par conséquent, à partir du questionnement nos trois objectifs poursuivis sont :

1. Après avoir construit notre problématique à partir des études de cas, l'objectif premier est d'affirmer notre problématique
2. Le second objectif est de mobiliser la théorie pour construire notre modèle
3. Et enfin, le dernier objectif est de tester empiriquement un acteur dans une chaîne de valeur « la société de gestion »

Figure 27. Le design exploratoire (inspiré de Creswell et al., 2006)



Source : Aldebert, Rouziès (2011, p.7)

Chapitre 2 – L’affirmation de la problématique

Introduction du second chapitre

Le chapitre premier a engendré l'émergence des axes de littérature académique. Dans ce deuxième chapitre, nous mobilisons la théorie des coûts de transaction issue du chapitre premier pour approfondir les concepts ainsi que, pour construire des données qui seront par la suite analysées globalement en quantitatif selon le processus exploratoire de Creswell et al., (2006).

La figure ci-dessous présente les objectifs, le déroulement et le plan du second chapitre.

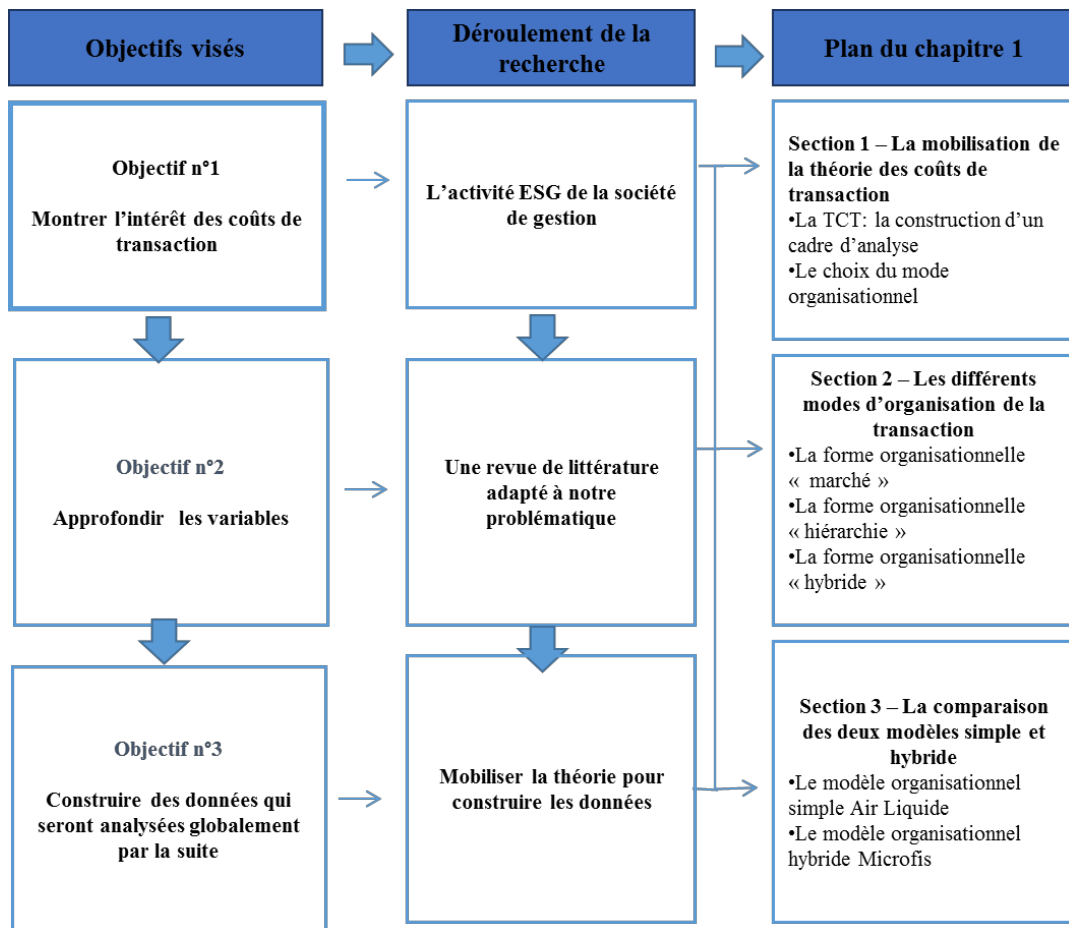


Figure 28. Plan du chapitre 2 du titre 1

Section 1 : La mobilisation de la théorie des coûts de transaction

Cette première section a pour objet de mobiliser la théorie des coûts de transaction à l'aune de notre problématique pour analyser les modèles d'organisation. En effet, la théorie des coûts de transaction a eu un très grand succès dans le monde académique, comme en témoin le prix Nobel qui était attribué à Williamson en 2009. Cette théorie offre un cadre d'analyse plus large en prolongeant le cadre d'analyse de la théorie néoclassique.

Les objectifs, le déroulement et le plan de la section 1 sont présentés dans la figure ci-dessous.

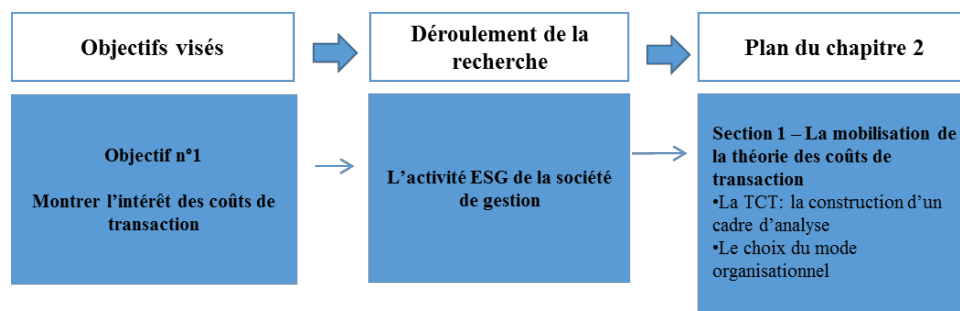


Figure 29. Plan de la première section du chapitre 2

1.2 La théorie des coûts de transaction : la construction d'un cadre d'analyse

K.J.Arrow (1969, p.48) premier chercheur à avoir utilisé la notion « coûts de transaction », il en donne la définition suivante « les coûts de fonctionnement du système économique ». Cette définition considère les coûts de transaction comme les « coûts d'organisation de la production à travers le mécanisme des prix ».

O.E. Williamson définit l'économie des coûts de transaction comme : « une économie bien particulière, du fait qu'elle s'intéresse aux transactions entre les entreprises ainsi qu'à leur management interne par l'analyse des transactions qui existent en leur sein ». L'originalité de l'analyse de Williamson s'appuie sur une nouvelle vision de l'existence des firmes et des relations qu'elles entretiennent avec le marché. En s'inspirant de différents auteurs de sciences de la gestion, Williamson a pu approfondir l'étude des transactions entre agents économiques, concept initié par Coase, et su développer *la nouvelle économie institutionnelle*. Le coût de transaction est considéré comme « le prix du face à face entre deux agents économiques, individuels ou collectifs »⁴⁷.

La multidisciplinarité de l'économie des coûts de transaction a permis à Williamson d'intéresser un grand nombre de chercheurs, d'étudiants et d'autres agents économiques. Ainsi, une classification⁴⁸ peut être reprise entre l'économie, la sociologie et le droit. De l'économie, Williamson s'inspire de deux écoles : le courant institutionnaliste représenté par Commons⁴⁹. De la sociologie des organisations, Williamson reprend le concept de rationalité limitée de Simon, en développant une conception de l'agent économique qui est moins calculateur que l'*homo-economicus* pour deux raisons principales qui sont la limite de ses aptitudes rationnelles et celle de ses informations. Ainsi, il en ajoute une dimension de la psychologie du comportement des agents économiques qui est l'opportunisme. Du droit, Williamson s'intéresse au contrat et à l'analyse économique du droit à plusieurs niveaux tels que le droit de la concurrence ou la législation anti-trust.

Cette nouvelle approche de *la nouvelle économie institutionnelle* marque une forme de rupture avec l'économie néo-institutionnelle. Williamson propose un *nouveau paradigme*, en opérant un déplacement de l'objet du marché vers l'organisation, du cadre de l'équilibre général à la

⁴⁷ Idem, p.89

⁴⁸ De nouvelles théories pour gérer l'entreprise écrit par Gérard CHARREAUX, Alain COURET, Patrick JOFFRE, Gérard KOENIG, Bernard de MONTMORILLON, préface Alain-Charles MARTINET, Ed ECONOMICA, 1987

⁴⁹ Travaux relatifs aux imperfections du marché « Market failures », pour qui la transaction représente l'unité fondamentale de l'analyse économique

dynamique des frontières marchés/organisations et de la démarche du modèle monolithique au modèle contingent⁵⁰.

O.E. Williamson s'obstine à répondre à la question suivante : « comment organiser les transactions de façon à économiser de la rationalité tout en se gardant des risques d'opportunisme des individus » ?⁵¹

En ce sens, Coase a tenté en premier de répondre à la question en mettant en avant l'avantage l'importance d'économiser sur les coûts de production et les coûts d'échange ou de transaction. R.H. Coase précise : « grâce à la firme, il devient beaucoup moins nécessaire de spécifier des prix pour chacune des transactions réalisées, car il suffit d'un contrat à long terme pour remplacer une série de contrats à court terme ». Dès lors, *l'entreprise devient une forme alternative au marché, et peut supplanter le marché comme mode d'allocation des ressources et comme mécanisme de coordination des activités marchandes.*⁵²

Williamson vient enrichir les travaux de Coase, en proposant une nouvelle théorie appelée la théorie des coûts de transaction. Dans cette approche, l'unité de base est la « transaction ». Le coût de transaction est considéré comme « le prix du face à face entre deux agents économiques, individuels ou collectifs »⁵³.

La théorie des coûts de transaction permet de comprendre comment s'organisent les transactions dans le marché économique et les raisons possibles du choix entre l'un ou l'autre mode d'organisation. L'argument le plus important dans cette théorie qui est apporté par Williamson c'est l'économie sur les coûts de transaction en fonction du mode organisationnel choisi.

2.2 Le choix du mode organisationnel

Dans cette approche transactionnelle, Williamson identifie trois caractéristiques qui représentent une transaction : l'incertitude, la fréquence et le degré de spécificité des actifs.

Cette relation clé est présentée par Ménard (2003 p.50), sous la forme :

⁵⁰ Idem, p.88

⁵¹ De nouvelles théories pour gérer l'Entreprise du XXI ème siècle coordonné par Gérard KOENIG, Ed ECONOMICA, 1999

⁵² Idem, p.145

⁵³ Idem, p.89

$$TC = f(U, F, AS)$$

+ - +

U, Désigne l'incertitude ; F, la fréquence et AS, la spécificité des actifs. Les signes indiquent le sens de la variation de la variable dépendante lorsque les autres valeurs des variables indépendantes croissent.

Ménard (2003), souligne l'importance accordée par les agents économiques à l'arbitrage entre les modes d'organisation en vue de minimiser leurs coûts de transaction.⁵⁴

Dans son analyse, Williamson (1985, 1991, 1996) présente trois modes d'organisation différents, soit le marché, l'arrangement hybride et l'entreprise intégrée. En ce sens, il fait l'hypothèse qu'au fur et à mesure que la spécificité des actifs augmente il faut opter pour l'intégration afin de se prémunir contre le risque d'opportunisme et d'incertitude, et ainsi faire une économie en termes de coûts de transaction. Et vis-versal, moins la spécificité des actifs diminue, le marché constitue alors le mode d'organisation le plus performant qui permet aux acteurs économiques de réaliser des économies de coûts de transaction en raison d'une baisse sur les coûts de production. Entre les deux, nous trouvons le mode d'organisation hybride où se situent les arrangements hybrides.

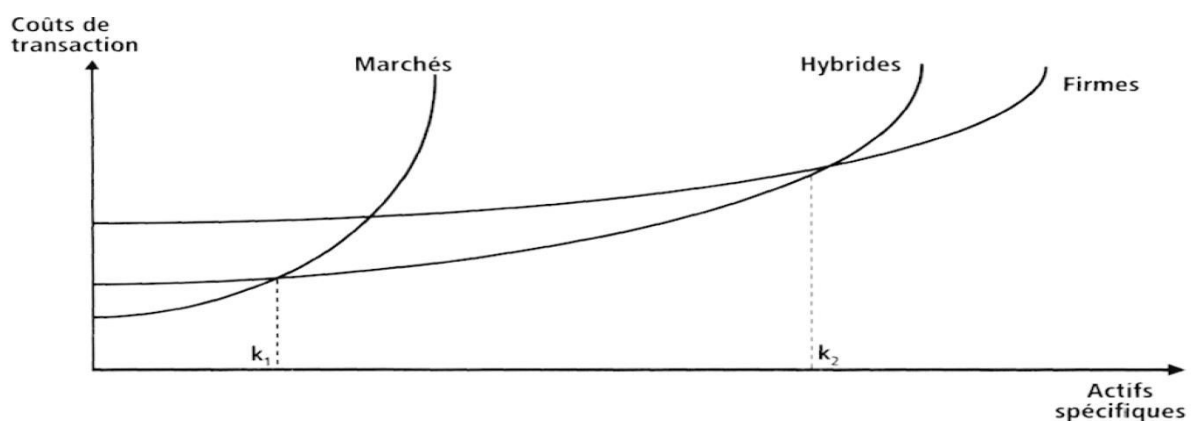


Figure 30 : L'arbitrage en présence des trois grandes familles organisationnelles

Source : Williamson, 1996, p. 108.

⁵⁴ Le choix de « faire » ou « faire faire »

Ménard (2003), souligne un changement dans les règles du jeu dans « l'arbitrage » entre les différents modes d'organisation des transactions dans le cas où les « autorités de concurrence » interviennent dans l'activité économique pour modifier un « domaine de transaction ». En conséquence, cette modification peut entraîner une modification dans « l'arbitrage » entre les modes d'organisation sans tenir compte de l'impact sur les coûts de transaction dans le mode d'organisation « hybride ».

L'intervention des « autorités de concurrence » peut se traduire de plusieurs façons. Soit en « interdisant l'arrangement hybride », ce qui causera un changement dans le mode d' « arbitrage » et une augmentation des coûts de transaction, comme le montre le graphique suivant.

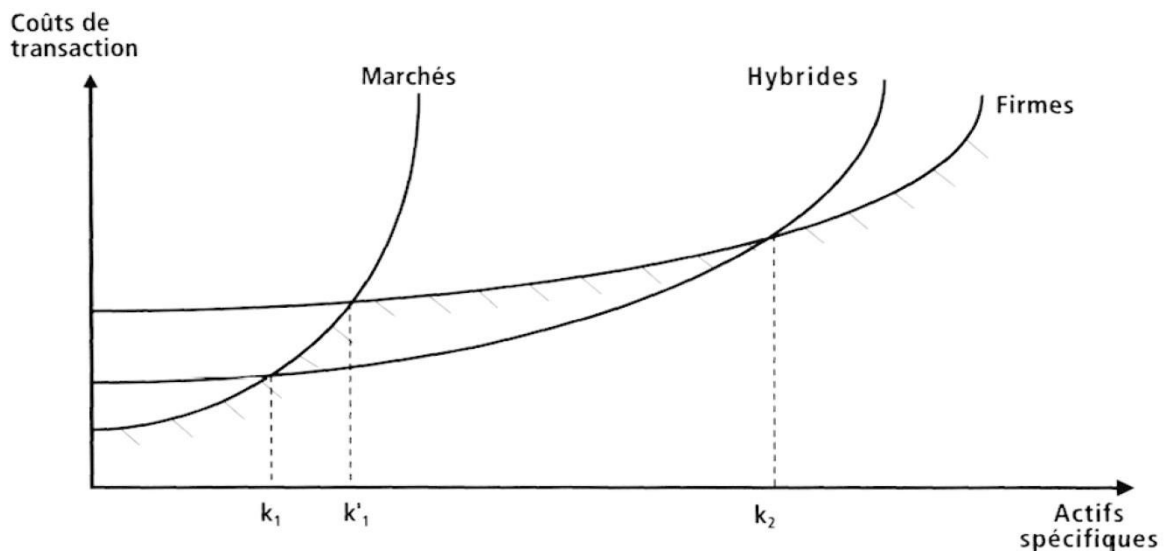


Figure 31 : Cas où la forme organisationnelle hybride est interdite

Source : Ménard, 2003, p.53.

Le deuxième cas de figure où les « autorités de concurrence » interviennent pour modifier les règles du jeu en modifiant « l'environnement institutionnel » permet aussi d'observer cette conséquence sur les coûts de transactions. Plusieurs études ont essayé de démontrer cette relation par exemple l'étude de Ménard sur les formes hybrides et la politique de la concurrence (2003), et d'autres études mentionnées dans ce cadre comme l'étude de Joskow et Schmalensee sur l'ex-Union soviétique (Ménard, 1997), l'étude de Kodak et le service après-vente (Joskow, 1997, 2002), Levy et Spiller sur le secteur de télécommunications (1996), ou encore l'étude de Shirley et al. Sur le secteur de l'eau (2002). Le graphique suivant illustre ce propos.

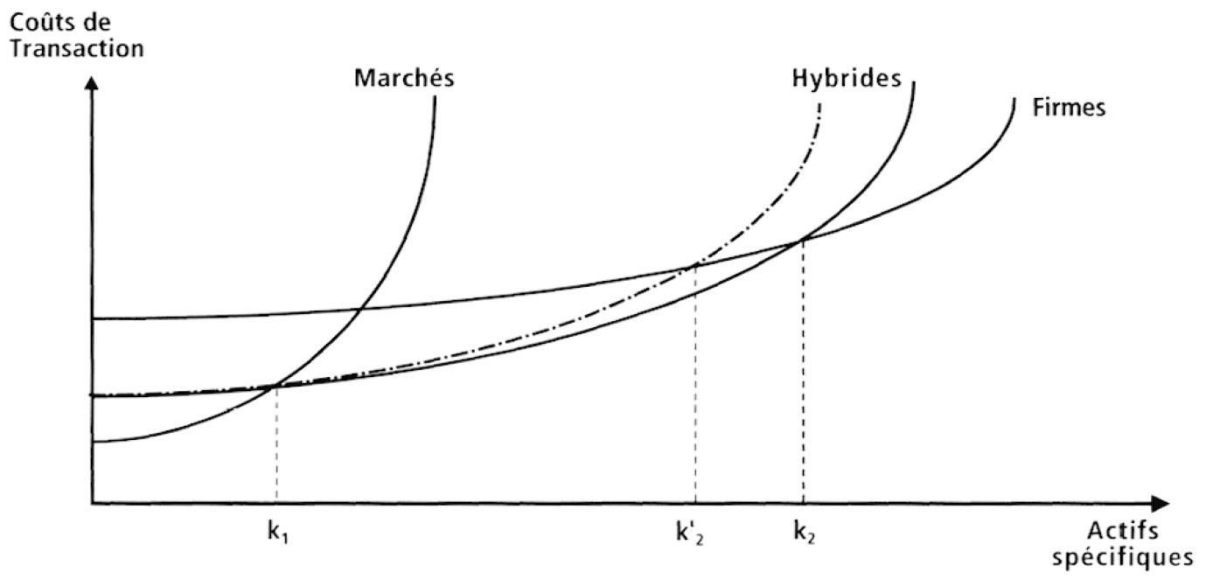


Figure 32 : Cas où le recours à la forme organisationnelle hybride est rendu plus coûteux

Source : Ménard, 2003, p.54.

Un troisième cas de figure où les « autorités de concurrence » peuvent intervenir et affecter l'organisation de l'activité économique est le cas où les contraintes qui sont imposées à un type « d'arrangement organisationnel » poussent les acteurs à modifier leurs investissements.

Section 2 : Les différents modes d'organisation de la transaction

Cette deuxième section a pour objet de mobiliser la théorie des coûts de transaction à l'aune de notre problématique pour analyser les modèles d'organisation. Les objectifs, le déroulement et le plan de la section 2 sont présentés dans la figure ci-dessous.

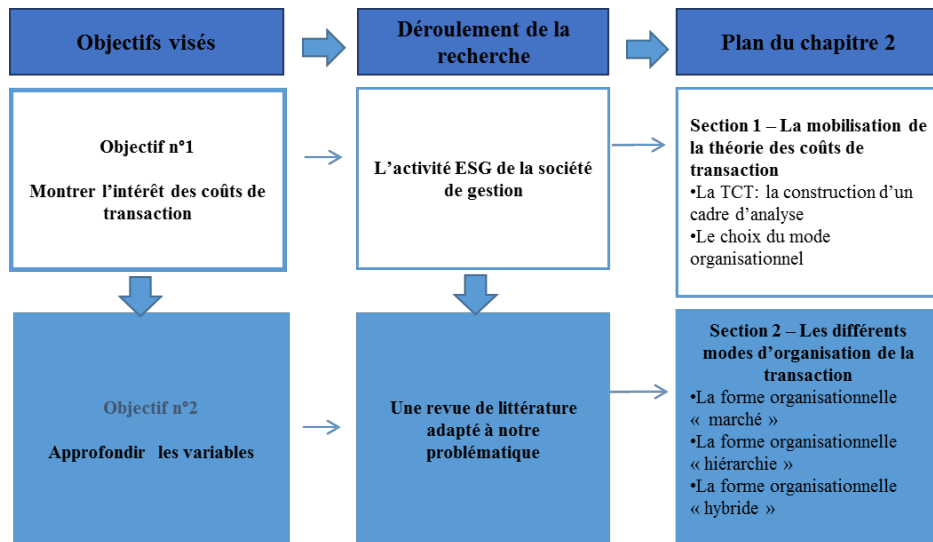


Figure 33. Plan de la deuxième section du chapitre 2

« Supposons que les transactions soient ordonnées en fonction de l'autonomie maintenue par les parties en présence. Les transactions de marché seraient localisées à un extrême. D'autres transactions, fortement centralisées et organisées selon le principe hiérarchique, seraient à l'autre extrême tandis que les transactions hybrides seraient localisées entre ces deux pôles » (Williamson, 1985 p.83)

L'économie des coûts de transaction s'est intéressée à l'étude des transactions qui se situent entre le mode d'organisation *marché* et le mode d'organisation *firme*. Ce n'est que tardivement qu'elle a intégré le mode d'organisation *hybride*.

En ce sens, Williamson (1979, 1985), fait une distinction entre quatre formes de gouvernance : (1) la structure de marché, (2) la structure bilatérale, (3) la structure trilatérale et, (4) la structure unifiée.

H0 = Absence d'incertitude, Marché=efficient

(1) = degré incertitude moyen, absence de spécificité des actifs

(2) = degré incertitude moyen, fréquence de transaction T élevée, degré de spécificité des actifs SP moyen (structure bilatérale les parties conservent leur autonomie)

(3) = degré incertitude moyen, spécificité actifs, faible fréquence T

(4) = degré incertitude moyen, transactions idiosyncrasiques (structure unifiée les parties perdent leur autonomie, internalisation)

		Caractéristiques de l'environnement		
		Non spécifique	Mixte	Idiosyncrasique
Fréquence	Occasionnelle	Gouvernance du marché	Gouvernance trilatérale Contrat néoclassique	
	Récurrente	(Contrat Classique)	Gouvernance bilatérale	Gouvernance unifiée
		(Contrat personnalisé)		

Source: Williamson, 1979, p. 253 ; Williamson, 1985, p. 79.

Figure 34 : Les types de transactions et formes contractuelles

Williamson (1991, 1994, 1996) distingue trois formes d'organisation économique : (1) le marché, (2) la hiérarchie et (3) la forme hybride. Pour Williamson (1991, 1994, 1996) au fur et à mesure que la spécificité des actifs s'accroît, les coûts associés aux transactions augmentent d'où la nécessité d'évoluer vers la structure de gouvernance la plus efficace qui permet le mieux d'économiser sur les coûts de transaction⁵⁵.

2.1 La forme organisationnelle « marché »

Au sens de Williamson, le « marché » en tant qu'institution économique fait référence à un système de prix et constitue un signal aux entreprises leur permettant d'ajuster leur niveau de production. Le marché en tant que mode de gouvernance fait référence à un marché où l'ensemble des entrepreneurs sont munis d'une « rationalité totale » et d'un objectif commun de « maximisation de profit ». En ce sens, les coûts de transaction correspondent aux coûts supportés à l'échange sur le marché et les coûts de l'organisation de la transaction (Williamson, 1994).

Dans l'analyse transactionnel de Williamson portant sur les attributs du processus de contractualisation, il considère la situation où les agents sont sujets à la rationalité limitée et à l'opportunisme mais avec l'absence de la spécificité des actifs. Dans cette situation la contractualisation discrète du marché est considérée comme la plus efficace où les marchés sont entièrement contestables. Ainsi, le marché est considéré comme le meilleur mode transactionnel. Cependant, les différentes parties prenantes à la transaction ont la possibilité et

⁵⁵ Coûts d'organisation et coûts de production

la capacité d'ajuster les structures de gouvernance qui répondent le mieux à leurs besoins de contractualisation.

2.2 La forme organisationnelle « hiérarchie »

La « hiérarchie » désigne un mode de transaction spécifique où les transactions sont internalisées dans une seule entreprise. En s'intégrant vers l'amont ou vers l'aval, cela permet de limiter les risques et d'économiser sur les coûts de transaction en faisant appel à *l'acte de l'autorité*, ce que Williamson a nommé *fiat*. En ce sens, les coûts de transaction correspondent aux coûts de management hiérarchiques et humains qui interviennent dans l'organisation de la transaction et des relations contractuelles. Les transactions peuvent donc être retirées du marché et organisées en interne. « La prise de décision adaptative et séquentielle serait alors appliquée sous une forme unifiée et avec l'assistance d'un système hiérarchique d'incitation et de contrôle » (Williamson, 1994, p.970).

En ce sens, Williamson affirme que les décisions d'intégration sont rarement dues à « un déterminisme technologique », mais dans la plus part des cas cela est expliqué par le fait que l'intégration permet d'économiser sur les coûts de transaction.

2.3 La forme organisationnelle « hybride »

« Les politiques de la concurrence reposent largement sur une dichotomie implicite : les activités économiques sont coordonnées par le marché où à l'intérieur d'entreprises intégrées. Dès lors, lorsqu'un nouvel arrangement organisationnel émerge et que sa légitimité est contestée, les autorités de la concurrence tendent à le juger à l'aune de principes fondés sur cette dichotomie. Tel est particulièrement le cas quand ces arrangements se traduisent par une coordination entre partenaires » (Ménard, 2003).

Pendant longtemps les économistes se sont intéressés aux transactions sur le marché. L'arrivée de la théorie des coûts de transaction de Williamson (1975, 1985) vient porter appui à cet intérêt, en prolongeant les travaux de Coase (1937) qui ont permis de mettre en avant le rôle des « hiérarchies », ou « organisation formelles », comme un mode alternatif de support des transactions (Williamson, 1975 ; Ménard, 1997). Or, ce mouvement a fait apparaître rapidement

que « le couple marchés/organisations » ne pouvait plus expliquer la diversité toutes les « structures de gouvernance » (Ménard, 1997). « Les rapprochements d'entreprises connaissent un développement soutenu à l'échelle mondiale » Myrhofer (2007, p.81).

D'après (Ménard, 2003 p.46) « Le vocabulaire lui-même reste fluctuant puisque, selon les auteurs, on parle d'hybrides, de clusters, de formes intermédiaires, de réseaux, d'arrangements symbiotiques, de réseaux administrés, de Chain systems, etc. ».

Du point de vue de POWELL (1987), on parle de forme de collaboration *hybride* lorsque les firmes sortent de leurs frontières en collaborant en dehors des relations contractuelles qui sont prévues soit sur le marché soit sous forme d'intégration verticale. De sa part, ECCLES (1981) qualifie cette forme hybride de *quasi-firme* ou de *quasi-marché*. Pour Christophe ASSENS (2003), « un réseau d'entreprise est assimilé à une firme hybride lorsque les modes de coopération entre les membres se situent sur un continuum entre le marché pur (libre maximisation de l'intérêt individuel, prix comme principe de régulation, entrées et sorties libres) et l'intégration pure (maximisation de l'intérêt collectif par une hiérarchie commune, participants en nombres limités régis par une relation fixe et continue) ». Il est perçu comme « un mode d'organisation durable qui regroupe des nœuds partageant un même dénominateur commun. Ces nœuds ont la particularité d'entretenir des relations d'échange, à distance, par le jeu de connexions. Ils sont en même temps autonomes et interdépendants dans l'action » ASSENS (2003).

Nous retenons la définition d'Ulrike Mayrhofer (2004, p.2) qui considère les rapprochements comme « *des accords stratégiques noués entre au moins deux entreprises indépendantes qui choisissent de mettre en commun une partie ou l'ensemble de leurs ressources. Ils se distinguent des pures relations de marché dans la mesure où ils s'inscrivent dans la durée et où ils établissent des relations étroites entre les acteurs* ».

Ce dernier rejoint Williamson (1991) dans sa logique de distinction entre les « modes hybrides » (alliances coopératives ; Mayrhofer, 2004) et les « modes hiérarchiques » (fusions-acquisitions ; Mayrhofer, 2004).

Certaines formes organisationnelles hybrides ont fait l'objet d'étude de quelques chercheurs. Coase (1964) sur la contractualisation dans le secteur industriel aux Etats-Unis ; Williamson (1976), Demsetz (1971) sur les contrats de franchise ; Sherer (1964), Williamson (1967) sur les contrats de défense américains ; Goldberg (1980) sur la contractualisation au niveau du service

public aux Etats-Unis ; Schanze (1991) sur la franchise ; Teece et Pisano (1989) sur les alliances stratégiques.

Néanmoins, Plociniczak (2015) soulève une critique dans l'analyse de Williamson concernant la nature des formes contractuelles intermédiaires (forme hybride), cette incomplétude liée à la validité de l'argumentation apportée par Williamson sur les réseaux qu'il qualifiera d'incomplétude socio-structurale de l'économie des coûts de transaction. « *En ne délimitant pas explicitement l'ensemble relationnel au sein duquel les contractants sont situés, et en ne spécifiant pas la nature des relations qu'ils entretiennent avec les membres de cet ensemble relationnel, et la manière dont ses relations s'agencent entre-elles, nous souhaitons démontrer que l'angle d'analyse de Williamson qui demeure, malgré les variantes, arrimé à une logique calculatoire d'ordre strictement bilatéral ne peut rendre compte de la logique multilatérale des formes organisationnelles en réseaux* » (Plociniczak, 2015 p.3).

Dans son ouvrage, « Markets and Hierarchies » (1975), Williamson considérait *les formes intermédiaires de contractualisation* comme non viables, du fait de leur instabilité, en considérant le marché et la firme comme les formes organisationnelles les plus stables. Cette vision a évolué lors de l'apparition de son article, « Transaction Cost Economics : The Governance of Contractual Relations » (Williamson, 1979).

L'étude de ces modes organisationnels n'est pas encore très riche, mais commence à émerger un champ vaste de recherche qui intéresse de plus en plus les gestionnaires et les économistes. Il faut attendre les travaux de l'économie institutionnelle et l'économie de transaction avant que ces formes organisationnelles donnent vraiment lieu à une analyse économique. (Grandori et Soda, 1995 ; Rindfleisch et Heide, 1997 ; Ghosh et John, 1999 ; Williamson, 1985, 1996, Ménard, 1996,1997, 2003). Guth (1998), parle de « bâtisseur d'alliances » pour qualifier cette variété de liaisons inter-firmes.

Cela a permis l'apparition d'un nouveau concept entre les deux modes organisationnels, celui de la « forme hybride » (Williamson, 1991). Le concept recouvre « une famille diversifiée d'arrangements, du type franchise, contrats interentreprises de long terme, entreprises en réseau, auxquels il donne une cohérence en identifiant des caractéristiques qui leurs sont communes, en particulier le transfert partiel du pouvoir d'allocation des ressources sans transfert simultané des droits de propriété » (Ménard, 1997).

Williamson donne comme explication de cette apparition de ces formes organisationnelles innovantes un ensemble d'avantages qui justifie une minimisation des coûts de transaction. La forme organisationnelle hybride « se situe précisément à l'articulation entre compétition et collaboration, elle coïncide avec ces structures identifiées par Gibbons et al. (1994, chap.2) dans le domaine des nouvelles technologies, où il y a concurrence forte entre les entreprises indépendantes luttant pour des parts de marchés ; mais aussi une nécessaire coopération » (Ménard, 1997).

Les enjeux liés à l'apparition de ces nouveaux modes d'organisation sont très considérables dans le sens où ils peuvent modifier en profondeur les « structures de fonctionnement socio-économiques » (Myrhofer, 2007). Ces nouvelles « formes d'organisation interconnectées et imprécises » (Urban, 1998) viennent remettre en cause les « modes de fonctionnement traditionnels » (Myrhofer, 2007) que représente le marché et l'entreprise⁵⁶.

Les propriétés et les caractéristiques des formes organisationnelles hybrides

Après l'observation empirique, Ménard (2003) essaie de distinguer ces arrangements qui sont différents des relations de marché ou de hiérarchie. « *On s'intéresse ici à tous les arrangements organisationnels conduisant à une coordination significative entre des unités qui demeurent juridiquement autonomes et qui gardent des droits de propriété distincts. Il s'agit donc d'unités qui vont structurer d'unités qui vont structurer au moins une partie de leurs transactions en ayant recours à des mécanismes autres que le système des prix et qui vont pour cela mettre en commun des ressources sans pour autant fusionner leurs droit de propriété* » (Ménard, 2003 p.46).

Ménard (2007) relève une propriété importante qui concerne la « relation contractuelle » entre les différents agents impliqués dans la forme hybride faisant appel à des « contrats multilatéraux, et mettant souvent en présence un nombre non négligeable de partenaires disposants d'actifs spécifiques et complémentaires ». Williamson (1985) parle d'une « classe de contrats propres à la forme hybride », c'est ce qu'il appelle les « contrats néoclassiques ». On obtient la relation : Soit C, le contrat qui porte sur la transaction ; p, le prix ; k, le degré de spécificité des actifs ; et s les clauses de sauvegarde. (Williamson (1991) ; Ménard (1996 b)).

$$C = C(p, k, s).$$

⁵⁶ Au sens de la théorie des coûts de transaction

Ces formes d'organisation hybrides « peuvent être classées en tenant compte de l'octroi du contrôle résiduel au sein d'un type d'organisation et de ses conséquences sur la rente résiduelle ... Le type de lien contractuel ou relationnel regroupant les partenaires, soit le lien permet de qualifier la transaction. Les liens formés impliquent un partage et une répartition entre les partenaires de la rente et du contrôle » Andrée De Serres (2006, p.15). Par contre, dans la « firme classique », le « contrôle résiduel » au sein de ce type d'organisation revient aux « gestionnaires ». (Le pouvoir discrétionnaire qui provient du contrôle du gestionnaire)

En effet, « dans ce type de rapprochement, les partenaires partagent les coûts et les risques associés à l'opération envisagée tout en conservant leur indépendance » (Doz et Hamel, 2000; Tayeb 2001). Dans un tel contexte, le mode d'organisation hybride se différencie par rapport aux autres modes d'organisation par sa manière de distribuer les droits de propriétés entre les partenaires, dont ils doivent s'affranchir de deux difficultés à savoir le partage de rente et le partage de risque (Milgrom, Roberts, 1992).

Le tableau ci-dessous résume les caractéristiques développées par Ménard :

Tableau 8 : Caractéristiques développées par Ménard

Caractéristiques	Conséquences	Objectifs
La mise en commun des ressources	-Choix des partenaires -Barrières à l'entrée -Planification des ressources communes	-Augmenter l'incitation des parties prenantes -Coordination
La contractualisation	-Durabilité relationnelle -Identification des partenaires -Mécanismes de coopération -Mécanismes de coordination complémentaires aux contrats	-La réciprocité transactionnelle -Résolution des conflits pour consolider la coopération
Le droit de concurrence	-Concurrence interne -Concurrence externe -Risque d'opportunisme	-Stabiliser l'arrangement organisationnel : la mise en place d'institutions de coordination ad hoc avec une autorité plus ou moins étendue

Source : Economie néo-institutionnelle et politique de la concurrence les cas des formes organisationnelles hybrides, Ménard (2003).

Le partage de la rente

« Une des problèmes majeurs que l'autorité doit gérer est celui du partage de la rente générée par la forme hybride. Ce problème résulte à la fois de la spécificité de cet arrangement au regard des droits de propriété, et de la difficulté de mettre en œuvre des mécanismes de répartition prenant en compte l'importance des facteurs non observables et les risques de comportements opportunistes ». (Ménard, 2007). « *Ce risque de transfert et d'expropriation de la rente préoccupe notamment les créanciers qui prendront diverses mesures pour se protéger, ce qui entraînera des coûts de transactions supplémentaires* ». Andrée De Serres (2006, p.9).

Cette spécificité apparaît notamment dans le mode d'organisation en réseau puisqu'il devient difficile d'estimer ex ante les contributions respectives de l'ensemble des partenaires à la transaction, ce qui rend à son tour difficile la contractualisation des droits et leur répartition. (Ménard, 2007).

En effet, la confiance dans le mode d'organisation joue un rôle très important dans la réussite du projet. D'après Andrée De Serres (2006, p.9) « *la gestion de la confiance ou du risque que la rente soit transférée vers les autres partenaires, directement ou indirectement impliqués avec l'organisation, impose des coûts de transaction qui varieront en fonction des caractéristiques du cadre institutionnel* ».

En ce sens, la forme hybride opère dans un environnement où elle doit s'affranchir de plusieurs difficultés liées à la « coordination », la « coopération » et la « compétition » entre les différents acteurs.

Concept d'adaptabilité et modalités du pilotage

La théorie des coûts de transaction relève des *clauses d'adaptation et de contrôle* dans la forme hybride. Ces clauses permettent de protéger l'ensemble des partenaires du risque d'opportunisme ou de comportements opportunistes qui peuvent surgir lors des transactions. Ajouté à ceci le risque de dépendance bilatérale dans certains cas, ce qui peut encore amplifier ce risque d'opportunisme.

Klein et al. (1978) qualifie ces risques de « risques contractuels » (*contractual hazards*), ils parlent particulièrement du risque de « hold-up » de la rente qui est générée par *l'arrangement hybride*. Dans la forme hybride, les risques associés sont partagés entre les différents partenaires à l'échange (Urban et Vendemini, 1994 ; Doz et Hamel, 2000 ; Tayeb, 2001). Ainsi, « Les

opérations de rapprochement permettent généralement de réduire les risques et les coûts associés à des relations marchandes et à la création ex nihilo d'actifs » (Mayrhofer, 2004, p.20-21).

Mayrhofer (2004), relève quelques limites associés aux rapprochements : (1) une première liée à « l'incompatibilité des partenaires associés » dans certains cas ; (2) la « complexité de la gestion inhérente aux opérations de rapprochement » ; (3) « les obstacles juridico-politiques » (Beau et Sananes, 1990) dans le cadre d'un rapprochement au niveau international.

Noteboom (1999) relève aussi cinq dilemmes associés aux rapprochements : (1) « Unité et division », qui consiste à coopérer et répartir les processus entre partenaires ; (2) « Contrat et coopération », qui consiste à coopérer en présence d'un contrat sans le rendre très complexe afin de réduire le risque de dépendance et améliorer la confiance ; (3) « Opportunisme et confiance », « *une trop grande loyauté entre les alliés peut avoir des conséquences négatives, notamment en matière d'innovation* » ; (4) « Durabilité et flexibilité », où la flexibilité est nécessaire autant que la durabilité afin de réaliser les objectifs fixés ou d'amortir les investissements spécifiques ; (5) « Ouverture et fermeture », dans le sens où le partage de compétence dans le cas de l'intégration ne conduise pas à une perte de compétences (Mayrhofer, 2004, p.21).

En posant le concept d'adaptabilité au centre des relations transactionnelles, les propriétés d'adaptation de chaque forme organisationnelle joue un rôle important dans la stabilité du modèle organisationnel. En ce sens, « *d'une part l'efficacité des choix organisationnels dépend de l'adaptation des structures de gouvernance aux caractéristiques des transactions qu'elles doivent encadrer et d'autre part, l'environnement au sein duquel elles évoluent est rarement stable et prévisible* » (Plociniczak, 2015 p.6).

Ménard (2007) fait une *classification des clauses d'adaptation et de contrôle*, qu'il juge important puisque dans la forme hybride il n'y a pas d'instance hiérarchique comme dans la forme intégrée qui peut utiliser son *pouvoir discrétionnaire* pour faire l'arbitrage et instaurer une certaine coordination et coopération entre les différents partenaires à la transaction. Ces caractéristiques contractuelles permettent d'instaurer une certaine coordination entre les partenaires à la transaction. Il distingue quatre clauses : (a) les clauses prévoyant des *procédures de résolution de conflits* en cas de perturbations de l'environnement, en cas de chocs exogènes par exemple entre les partenaires. (b) Les *contrats définissant une zone de tolérance* par rapport

à des variables clés comme le prix ou la qualité, prévoyant des marges de variation et d'ajustement ex ante par les partenaires. (c) Les *procédures de révélation d'information*, par exemple sur les renseignements à fournir sur les partenaires ou les indicateurs sur lesquels ces partenaires s'entendent ex ante et qui sont contenus dans les contrats hybrides. (d) Les *procédures d'arbitrage* qui sont destinées à éviter tout recours à d'autres instances externes en cas de conflits en privilégiant l'arrangement pour régler les désaccords.

Section 3 : La comparaison des deux modèles simple et hybride

Cette troisième section a pour objet de mobiliser la théorie des coûts de transaction pour construire des données qui seront analysées par la suite dans l'étude quantitative. Les objectifs, le déroulement et le plan de la section 3 sont présentés dans la figure ci-dessous.

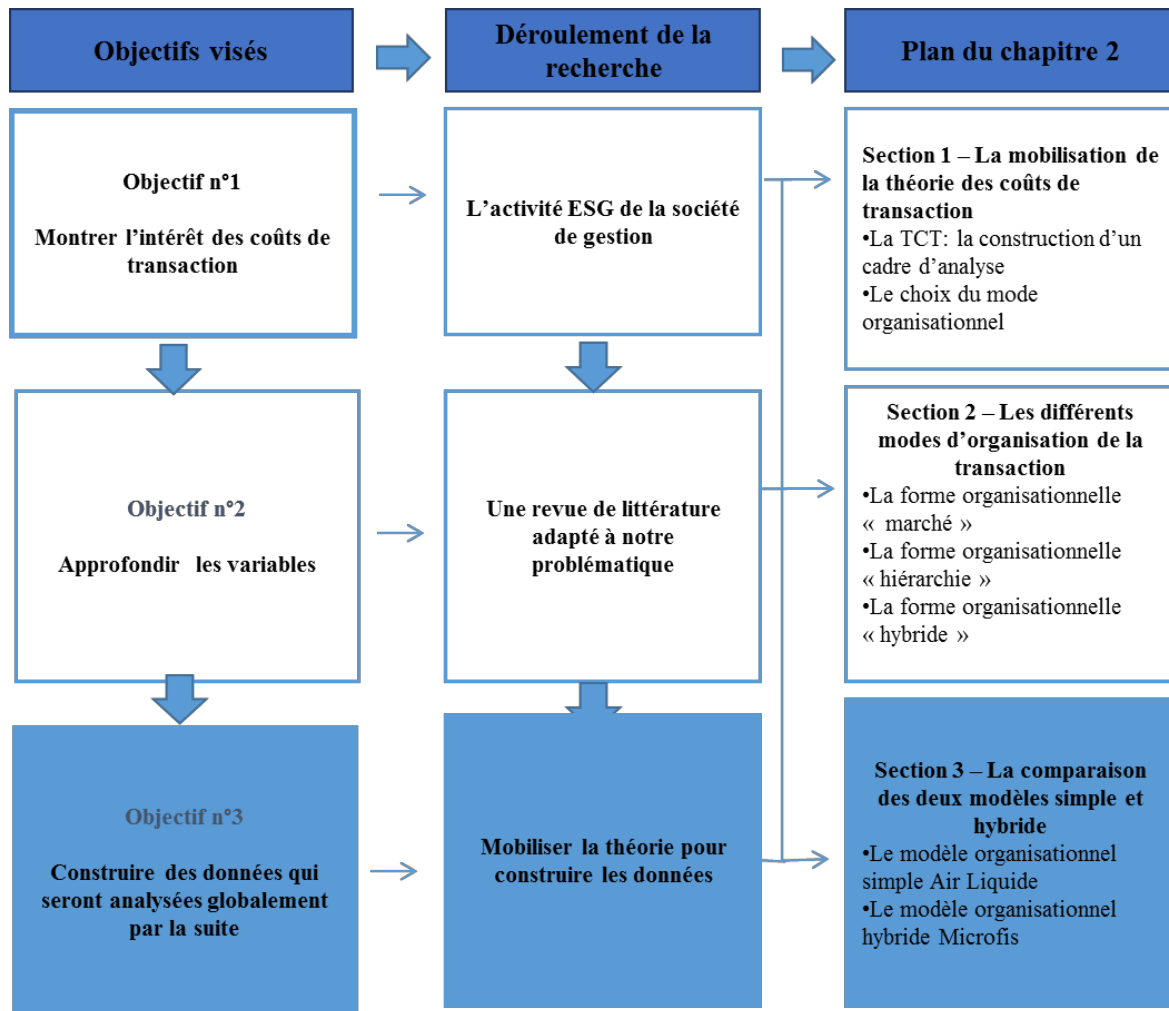


Figure 35. Plan de la troisième section du chapitre 2

3.1 Le modèle d'organisation simple Air liquide

Dans l'analyse transactionnel de Williamson portant sur les attributs du processus de contractualisation, il considère la situation où les agents sont sujets à la rationalité limitée et à l'opportunisme mais avec l'absence de la spécificité des actifs. Dans cette situation, la contractualisation discrète du marché est considérée comme la plus efficiente où les marchés sont entièrement contestables. Ainsi, le marché est considéré comme le meilleur mode transactionnel. Cependant, les différentes parties prenantes à la transaction ont la possibilité et la capacité d'ajuster les structures de gouvernance qui répondent le mieux à leurs besoins de contractualisation.

L'architecture d'organisation de la transaction d'Air Liquide relève d'un mode d'organisation « unilatéral » au sens de Williamson. En effet, dans le cas d'Air Liquide le type de contrat choisi est « néo-classique » puisque la fréquence est occasionnelle et la spécificité des actifs est une spécificité produit. En effet, les attributs de la transaction sont évalués dans un premier temps. Ainsi, la spécificité liée au produit est évaluée. L'obligation ISR d'Air Liquide représente une certaine spécificité liée au produit. Pour reprendre l'expression de Williamson (1985) et Boissin (1991), on peut supposer que le produit Air Liquide représente une spécificité exogène, dans le sens où l'actif spécifique est préexistant. Ce dernier, représente des caractéristiques qui répondent aux critères financiers et extra-financiers permettant de qualifier le produit comme un actif socialement responsable. Si la spécificité des actifs est donnée, la nécessité des garanties contractuelles est évaluée. Ces garanties contractuelles peuvent être par exemple les sanctions, les accords de divulgations (Williamson, 2008). La renommée de la multinationale et sa solidité financière offre davantage de garanties en ce sens pour les investisseurs.

La fréquence est évaluée dans un deuxième temps. Air Liquide propose une transaction ponctuelle, peu fréquente selon la théorie des coûts de transaction. D'abord, la multinationale émet l'obligation à destination de la société de gestion, avec la spécificité d'être ESG et notée par l'agence de notation extra-financière. Ensuite, la société de gestion organise le flux en jouant le rôle d'intermédiaire, elle note l'obligation et construit des fonds ESG à destination de ses investisseurs ISR. Et enfin, les fonds levés serviront la multinationale à faire de la RSE en fléchant ces fonds vers les projets ESG.

L'opportunisme et l'incertitude qui peuvent fournir des motifs de négociation autour des garanties contractuelles sont évalués à leurs tours. Ainsi, l'opportunisme, l'incertitude sont

quasi-absents et Air Liquide s'approprié ainsi la valeur créée, avec un retour d'image comme étant une multinationale pionnière dans l'investissement socialement responsable et en élargissant sa base d'investisseurs intégrant cette fois des investisseurs ISR.

En ce sens, l'arrangement organisationnel qui a abouti à la transaction d'Air Liquide correspond au « marché organisé » (Fredikind, 2014). La société de gestion organise le flux de transactions. En se positionnant entre l'émetteur et les investisseurs responsables, elle joue le rôle d'intermédiaire et représente ainsi un acteur central dans l'hybridation entre la finance et l'économie sociale.

L'analyse de « l'architecture transactionnelle » d'Air Liquide permet d'élaborer le modèle suivant :

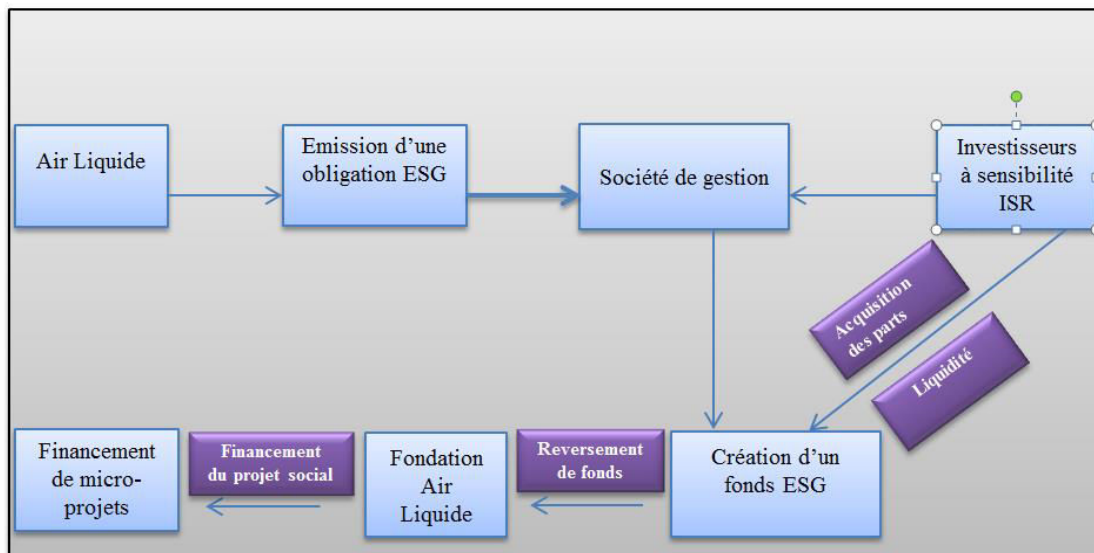


Figure 36 : Architecture transactionnelle unilatérale d'Air Liquide

L'analyse de l'architecture de l'organisation des deux transactions nous amène à faire une comparaison des avantages et des inconvénients de chaque mode d'organisation.

Tableau 9 : Avantages et inconvénients de l'architecture d'organisation unilatérale

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • Incertitude de la transaction nulle • Pas d'opportunisme • Gain sur les coûts de transaction • Asymétrie d'information faible • Risque de conflit d'intérêts nul • Traçabilité complète • Visibilité forte pour les investisseurs 	<ul style="list-style-type: none"> • Limité aux grands groupes

L'étude de l'arrangement organisationnel qui a abouti à émettre l'obligations ISR Air Liquide nous a permis de situer le rôle de la sociétés de gestion dans la construction des fonds ISR. En se plaçant entre les investisseurs ISR voulant intégrer dans leurs choix de sélection d'actifs des critères ESG et la multinationale Air Liquide, elle constitue une passerelle entre les deux sphères financière et réelle permettant d'avoir des ressources suffisantes pour financer les acquisitions de santé. La performance financière de l'obligation, la notation extra-financière ainsi que la renommée du groupe ont poussé la société de gestion à sélectionner ce produit. Du fait qu'il y a moins d'intermédiaires et que c'est Air Liquide qui flèche les fonds, ça lui a permis d'abaisser les asymétries d'informations et de capter la valeur créée en termes d'image.

3.2 Le modèle d'organisation hybride Microfis

La théorie des coûts de transaction qui traite les modes d'organisation des transactions portant sur des actifs spécifiques prévoit le déroulement de ces transactions dites « complexes » au sein d'une forme d'organisation « hybride ». Williamson fait une classification de transactions selon l'autonomie des parties. Il distingue les transactions discrètes qui seraient situées à l'extrême, les transactions hiérarchisées et centralisées à l'autre, et les transactions hybrides (franchises, filiales communes, autres formes de contractualisation non standard) qui seraient situées entre les deux.

En effet, dans le cas de Microfis le type de contrat choisi est « personnalisé » au sein d'une gouvernance bilatérale, puisque la fréquence est récurrente et la spécificité des actifs est une spécificité organisationnelle.

Dans notre cas, il s'agit d'une innovation organisationnelle schématisée par un mode d'organisation « indirect », dans lequel la société de gestion joue un rôle d'intermédiaire, on parle également d'une finance « intermédiée » qui permet aux entreprises de se financer par émission de titres financiers plutôt que par l'endettement auprès des banques. On assiste à l'émergence de nouvelles organisations partenariales en vue de mobiliser des ressources au service d'un investissement socialement responsable. Cette évolution dans le mode d'organisation montre de la complexité organisationnelle aujourd'hui dans le monde de transactions.

A ce sujet Williamson (1983), considère que le réseau peut être défini comme « un système d'échanges, capable de planifier et de réagir comme une grande entreprise intégrée et dont l'efficacité interne serait comparable aux mécanismes de marché ».

Si l'on suit le raisonnement de Williamson, la performance du mode d'organisation « hybride » de Microfis est l'économie de coûts de transaction. La relation de confiance joue un rôle très important dans cette forme d'organisation et permettra ainsi, de limiter les risques d'opportunisme et d'incertitude.

Ainsi, l'architecture transactionnelle inclusive de Microfis relève d'un mode d'organisation multilatéral situant la transaction entre les transactions de marché et les transactions centralisées organisées en interne. Le mode d'organisation de Microfis représente un schéma d'inclusion financière partenarial par titrisation avec l'objectif d'apporter plus de ressources financières et

de liquidité pour le marché de microfinance, ‘elle permet d’accéder à des financements alternatifs et apporte des ressources aux acteurs de l’économie sociale et solidaire pour servir des microprojets’.

L’évaluation du degré spécificité est donnée. La transaction de Microfis relève d’une spécificité organisationnelle, endogène au sens de Williamson (1985) et Boissin (1999), dans la mesure où l’actif est construit sur la base d’une complémentarité des ressources détenues par plusieurs acteurs pour réaliser l’actif commun, et une relation bilatérale qui s’est mise en place d’actifs spécifiques.

Par conséquent, la nécessité de garanties contractuelles est évaluée ensuite. Le degré d’opportunisme est évalué, la fréquence des transactions et enfin, le degré d’opportunisme qui peut apparaître notamment à travers les asymétries d’information entre les acteurs.

Cependant, la décision finale nécessite une évaluation des coûts concernant les garanties contractuelles pour voir si les coûts l’emportent ou pas sur les avantages. La réussite de l’organisation hybride dépend alors de tous ces éléments. Ainsi, l’architecture organisationnelle de la transaction hybride de Microfis correspond au nœud (C), « Hybrid » (Williamson, 1998 ; Fredikind, 2014).

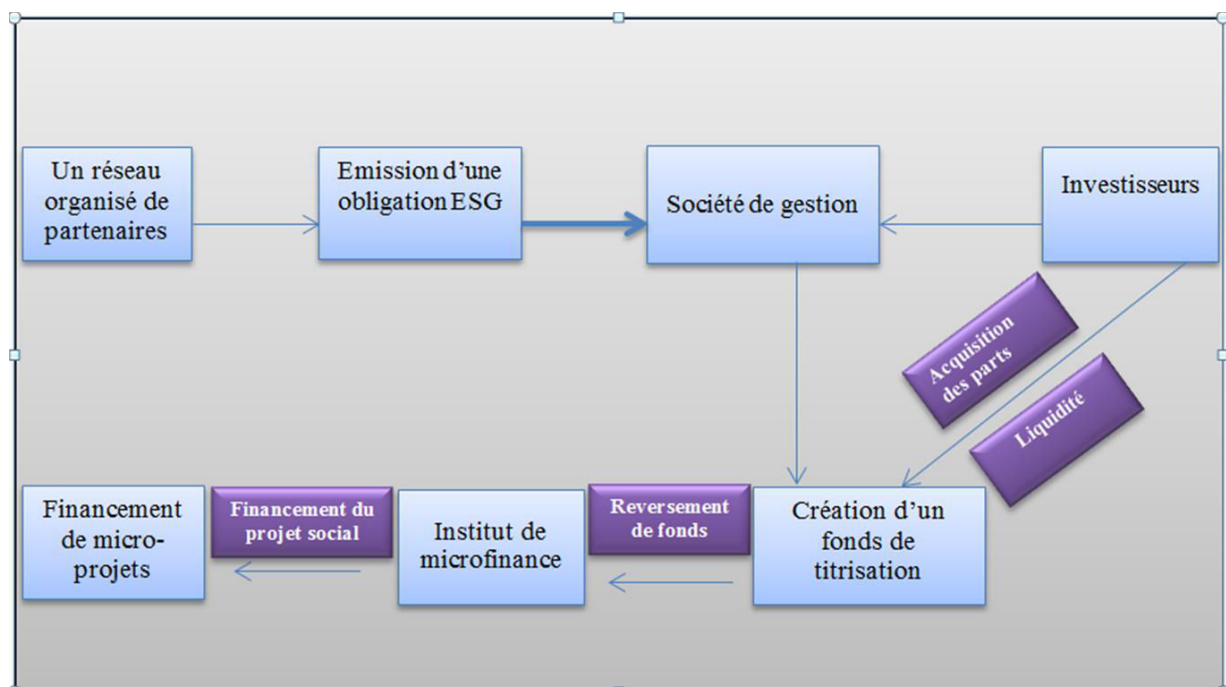


Figure 37 : Architecture transactionnelle en réseau de Microfis

Bien que cette nouvelle forme d'organisation « partenariale » sous forme de « réseaux », semble très intéressante dans son mode de coordination à travers l'implication d'un plus grand nombre de partenaires autour d'une transaction, elle peut ouvrir la voie à d'autres opérations génératrices de liquidité dans les pratiques socialement responsables. En ce sens, l'organisation doit s'affranchir de deux difficultés principales.

La première est relative à la confiance des sociétés de gestion dans le mode d'organisation d'une transaction partenariale. En effet, la société de gestion est le noyau central à l'origine de l'hybridation entre la finance de marché et l'économie sociale et solidaire, puisqu'elle constitue un premier filtre sur la base de critères ESG. Plus « l'architecture transactionnelle » devient de plus en plus complexe, plus le risque lié à la rationalité des partenaires, à l'incertitude, à l'opportunisme augmente et plus la confiance joue un rôle très important pour la réussite de ce mode d'organisation.

La deuxième difficulté est relative à l'attractivité et l'appétence des investisseurs institutionnels pour les titres émis. La société de gestion se trouve toujours dans le centre de l'organisation puisqu'elle souscrit ou pas l'obligation de Microfis et construit un fonds ESG à destination de ses clients investisseurs. En ce sens, la notion de confiance se trouve élargie à l'ensemble des partenaires impliquant une double évaluation de la part des investisseurs basée sur la performance financière et extra-financière des titres émis.

La performance du modèle est une performance en termes d'économie de coûts de transaction. La société de gestion Microfis, joue un double rôle. Elle joue le rôle de conseil en investissement auprès des autres investisseurs à sensibilité ISR, les « sociétés de gestion » et les autres fonds ISR. Elle joue également un rôle dans l'administration du fonds commun de titrisation « FCT Prasac Microfinance ». En ce sens, la désintermédiation passe par la société de gestion Microfis SA pour l'origination, la sélection des risques, l'évaluation des risques et la configuration et le suivi des actifs. A partir de sa notation interne et de la notation externe de l'agence de notation Vigéo, elle joue son rôle dans la création du fonds commun de titrisation. La société de gestion organise la liquidité en transformant les actifs en valeurs immobilières. Ainsi, elle produit des fonds ISR et les propose à ses clients investisseurs qui recherchent des attentes sociales. Sur le plan juridique, elle prévoyait de transformer la dette en support d'investissement standardisé, ce qui facilite l'échange les contrats de prêts internationaux en titre de droit français dans le marché secondaire.

L'analyse de l'architecture de l'organisation des deux transactions nous amène à faire une comparaison des avantages et des inconvénients de chaque mode d'organisation.

Tableau 10 : Avantages et inconvénients de l'architecture d'organisation en réseaux

Avantages	Inconvénients
<ul style="list-style-type: none"> • Diversification de risques entre partenaires • Ouvrir la voie à d'autres voies partenariales 	<ul style="list-style-type: none"> • Incertitude de la transaction élevée • Risque d'opportunisme fort • Coûts de transaction élevés • Asymétrie d'information élevée • Risque de conflits d'intérêts élevé • Peu de traçabilité • Risque d'appropriation de valeur élevé

L'étude de l'arrangement organisationnel qui a abouti à émettre l'obligation ISR microfinance et solidaire de Microfis nous a permis de situer le rôle de la société de gestion dans la construction des fonds ISR. En effet, comme nous avons vu précédemment la société de gestion se place en étant qu'investisseur facilitateur qui va souscrire à l'obligation et l'intégrer dans ses fonds ESG qu'elle va construire pour ensuite le proposer aux investisseurs ISR.

Sachant que les sociétés de gestion sont limitées par la réglementation sur les produits ISR et ne peuvent pas excéder 10% des actifs en microfinance et que, ils font partie d'un groupe et en l'occurrence une structure de gestion dont ils doivent respecter les règles, le gérant de portefeuille devra faire un choix. Du fait qu'il y a plusieurs acteurs, l'asymétrie d'information devient de plus en plus grande dans ce modèle d'organisation. Le rôle de la société de gestion dans la réussite du mode d'organisation partenarial est très important. En ce sens, elle porte un regard sur la qualité de l'émetteur, la notation extra-financière, la qualité de l'institut de microfinance, les contraintes réglementaires, le mode d'organisation mais aussi sur une double performance, une performance sociale relatives aux critères des fonds ISR et, une performance financière et extra-financière relative à ses clients-investisseurs.

Synthèse du deuxième chapitre

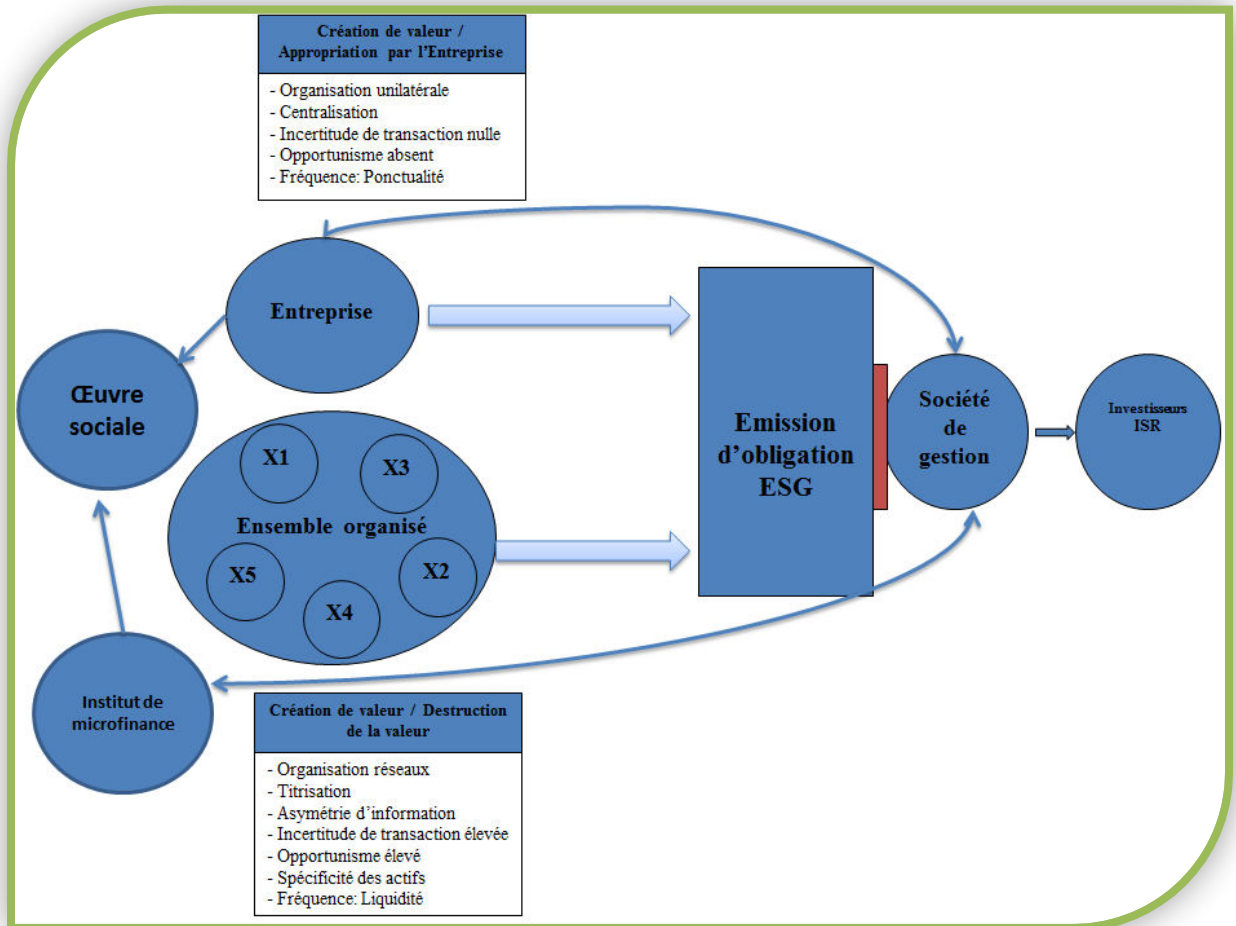
L'économie des coûts de transactions s'intéresse à étudier les transactions entre les différents agents économiques qui, en choisissant la meilleure institution économique (marché, contrat ou hiérarchie) économise sur les coûts de transaction et permet d'accroître le bien-être social.

Certes, plusieurs théories ont essayé d'expliquer les changements d'organisation appelés « les théories alternatives dominantes ». Mais à notre point de vue, ces théories ont des difficultés à expliquer d'un point de vue général, les modes d'organisation des transactions et plus spécifiquement, les différents changements organisationnels dans les transactions. La théorie des coûts de transaction offre un point de vue intéressant en combinant l'ensemble de ces approches, et en s'appuyant sur un objectif commun entre ces différents changements en termes d'efficacité. Elle avance que les innovations organisationnelles trouvent une explication dans un concept clé celui de l'économie des coûts de transaction.

En cette conclusion de notre deuxième chapitre, nous revenons pour faire une synthèse sur le cheminement de notre travail de recherche, puis nous présentons les apports pour la suite de la recherche.

L'étude de cas pilote permet de comprendre en profondeur les deux modèles organisationnels et engendre des axes de littérature présentés dans notre travail de recherche. Ces axes de littérature construits sur la base de nos deux études de cas ont été ciblés et décortiqués pour améliorer la connaissance des enseignements de notre chapitre précédent. En conclusion de ce deuxième chapitre, nous présentons la modélisation des modes organisationnels qui ont abouti à émettre les obligations ESG.

Figure 38: Modélisation des architectures transactionnelles



Synthèse du titre premier

Le chapitre premier visait à présenter notre étude de cas pilote, justifier l'utilisation de la méthode de cas et présenter les résultats de notre recherche exploratoire. D'une part, les résultats sont présentés dans le chapitre 1. D'autre part, après avoir présenté les deux études de cas pionnières, situer le rôle de la société de gestion dans les deux cas et comparer les deux études de cas pour trouver les points de convergence et de divergence, cette partie nous a amené à construire notre problématique.

Le deuxième chapitre visait l'affirmation de notre problématique. Après avoir mobilisé la théorie des coûts de transaction à partir des axes de littérature émergés lors de la première phase, cette partie nous a amené à mobiliser la théorie pour construire les données.

En se référant à la démarche de recherche exploratoire, l'étape prochaine sera de tester empiriquement dans la partie quantitative.

Figure 39. Le design exploratoire (inspiré de Creswell et al., 2006)



Source : Aldebert, Rouziès (2011, p.7)

Titre 2 – Test de la sensibilité des gérants de fonds aux deux modèles

Introduction du titre second

Le titre second de notre travail doctoral permet de tester un acteur «le gérant de fonds» dans une chaîne de valeur. Après avoir construit nos variables, il est temps à présent de tester empiriquement la sensibilité du gérant de fonds aux deux modèles organisationnels.

L'étude empirique vise deux objectifs. Le premier objectif est **d'argumenter le protocole de « collecte » et d' « analyse »**, le second objectif est de **présenter et discuter les résultats de la recherche**.

Les objectifs de l'étude empirique

L'étude empirique vise deux objectifs. D'une part, elle vise à argumenter d'argumenter le protocole de « collecte » et d' « analyse ». D'autre part, elle vise à présenter et discuter nos résultats de recherche.

Objectif n°1 : L'argumentation du protocole de collecte et d'analyse

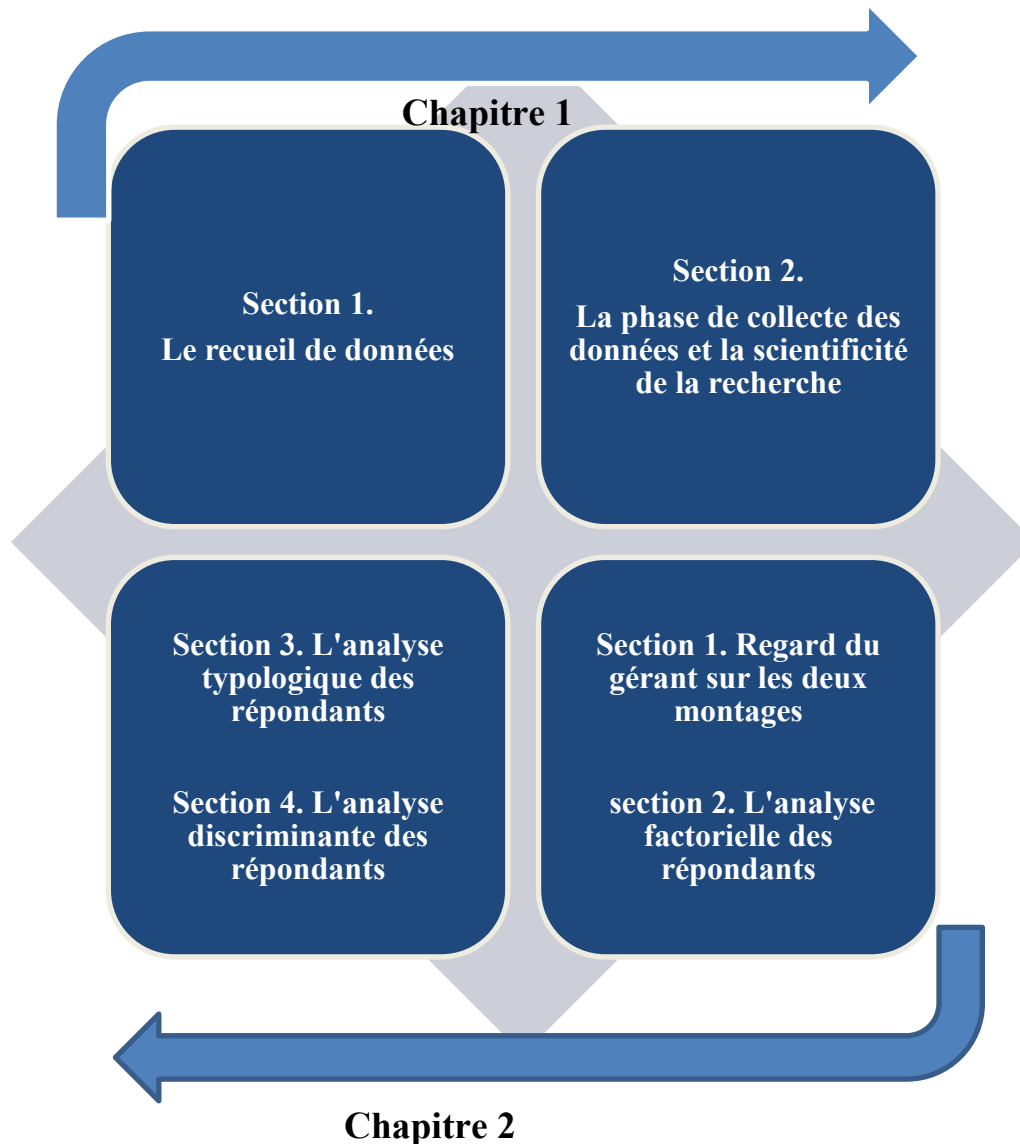
Le premier objectif de l'étude empirique vise à décrire le processus de choix de gérants, la composition de notre échantillon, la construction du questionnaire, la collecte de données et le guide d'entretien.

Objectif n°2 : La présentation et la discussion des résultats

Le second objectif du présent travail consiste à présenter et discuter nos résultats de recherche, et à répondre aux questions posées tout au long de notre recherche.

La figure ci-dessous présente l'articulation empirique de notre travail de recherche.

Figure 40. L'articulation empirique de notre recherche



Le plan de l'étude empirique

La partie empirique de notre travail de recherche prend en considération l'appréciation des gérants de fonds de nos deux modèles. Le premier chapitre, sera consacré à présenter la **méthode quantitative de recherche**. Le second chapitre, sera consacré à la présentation des **résultats de notre étude empirique**.

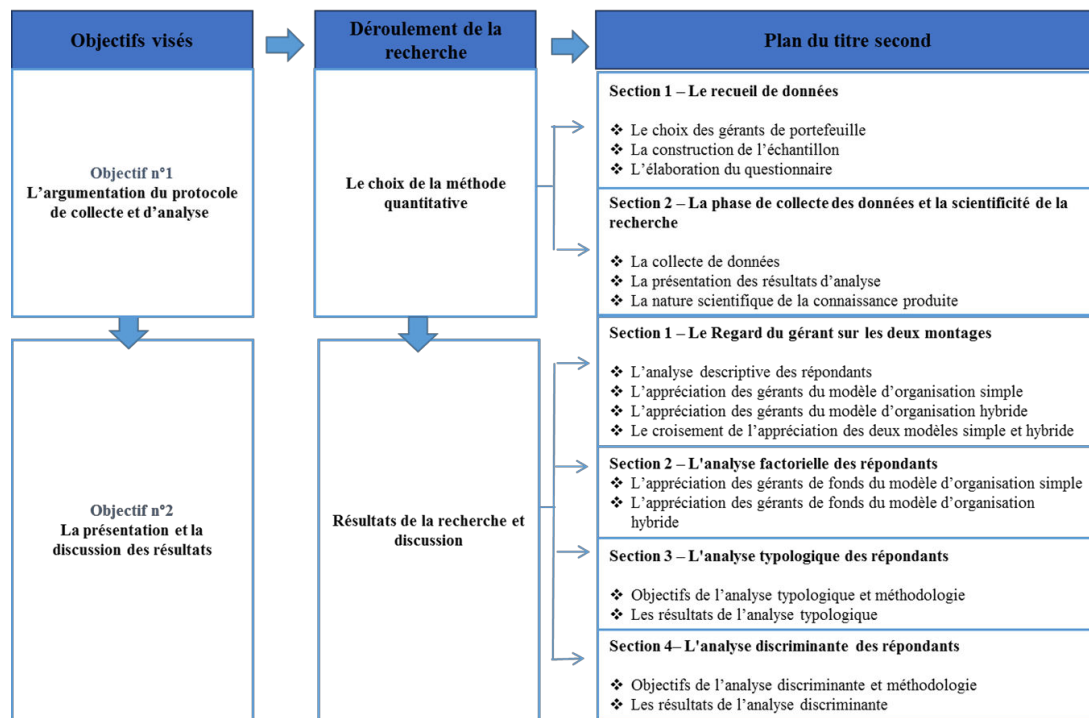
Dans la section 1, sera discutée l'appréciation des gérants des deux modèles organisationnels simple et hybride leur sensibilité aux deux modèles. Dans la section 2, nous procédons à l'analyse factorielle pour comprendre le comportement des gérants. Ensuite, dans la section 3 nous procédons à l'analyse typologique des gérants afin d'approfondir nos résultats et classer les gérants selon leurs sensibilités aux deux modèles. Enfin, dans la section 4 nous procédons à

l'analyse discriminante des gérants pour valider notre classification et comprendre ce qui différencie ces gérants.

La conclusion du titre second rappelle les différents résultats obtenus lors de l'étude empirique.

La figure ci-après résume la structuration de notre partie empirique.

Figure 41. La structure du titre second



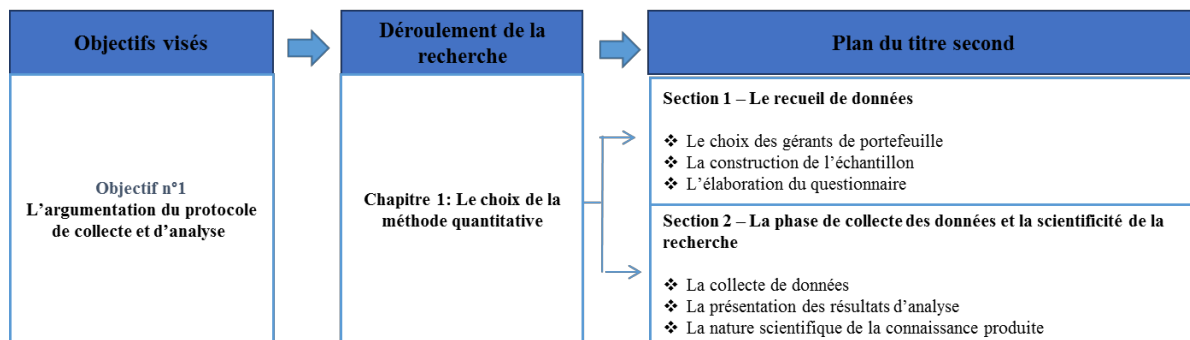
Chapitre 1 – Le choix de la méthode quantitative

Introduction au premier chapitre

D'après Royer et Zarlowski (2003) « toute recherche nécessite de trouver une articulation cohérente entre les différents éléments qui la composent que sont la problématique, la littérature, les données, l'analyse et les résultats ». De ce fait, le chercheur doit se poser la question de savoir comment aborder la dimension empirique de sa recherche. Nous présentons la méthodologie qui constitue « une approche globale de la recherche précisant comment la question de recherche doit être posée et comment le chercheur doit y répondre » (Teddie et Tashakorri, 2009). S'agissant de l'étude de l'attractivité des gestionnaires d'actifs face à des mécanismes différenciés d'économie sociale et solidaire et, de leurs perceptions des deux modèles d'organisation, le protocole de collecte procède à l'étude de cas qualitative exploratoire dans un premier temps, ensuite à la phase quantitative pour la généralisation des résultats.

Ainsi, Dans ce premier chapitre nous présentons la méthode quantitative de notre recherche. La figure ci-dessous présente les objectifs, le déroulement et le plan du second chapitre.

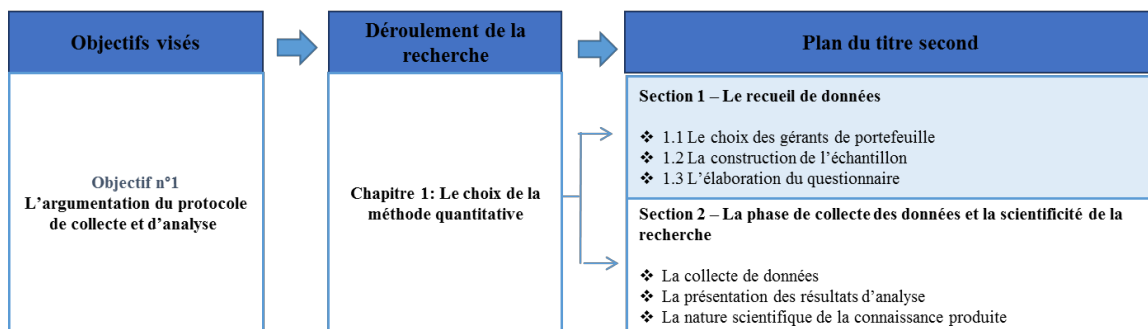
Figure 42. Plan du premier chapitre du titre 2



Section 1. Le recueil des données

La première section de ce premier chapitre est consacrée à la présentation du choix des gérants de portefeuille, de la construction de l'échantillon et du guide d'entretien. La figure ci-dessous présente les objectifs, le déroulement et le plan de la section 1 du premier chapitre.

Figure 43. L'architecture de la première section du chapitre 1



1.1 Le choix des gérants de portefeuille

Le choix du mode d'accès aux acteurs implique l'utilisation d'une liste ou d'un fichier qui répertorie la population des répondants. La liste des sociétés de gestion a été établie à partir de la liste des fonds ISR signataires du code de transparence fournies par les sites de l'AMF, Novethic, l'AFG et le FIR. En Septembre 2017, 344 fonds gérés par 50 sociétés de gestion ont été recensés sur le marché financier français.

Nous nous sommes focalisés dans notre cas spécialement sur les gérants de fonds socialement responsables, qui sont amenés à construire des fonds ISR (actions et obligations). Dans un premier temps, nous avons pris contact avec ces sociétés de gestion. Par la suite, dans un second temps nous avons retenu seuls les gérants de portefeuille socialement responsables.

1.2 La construction de l'échantillon

Nous avons pris contact avec les sociétés de gestion qui figurent sur la liste de l'AMF. L'échantillon est composé de sociétés de gestion, répertoriées dans le tableau figurant en annexe. Les sociétés de gestion ont été sollicitées par mail, par téléphone et via les réseaux sociaux. Ensuite, nous avons contacté des membres du FIR (Forum pour l'Investissement Responsable) et de l'AFG (Association Française de la Gestion Financière) lors de la semaine de la finance responsable⁵⁷ pour diffuser notre questionnaire auprès des gérants de fonds ISR.

1.3 L'élaboration du questionnaire

Après avoir formulé la problématique à partir des études de cas pionniers, mobiliser la théorie pour approfondir les concepts, l'étape suivante est de construire notre questionnaire sur la base des variables de notre construction précédente. Notre question de recherche demeure le fil conducteur tout au long de notre recherche. Ainsi, nous cherchons à comprendre pourquoi le gérant de fonds n'est-il pas indifférent à une émission d'obligation socialement responsable ? A partir des enseignements de la recherche et des variables qui ressortent de notre première partie, nous cherchons à les tester empiriquement.

⁵⁷ Septembre 2017

Le questionnaire correspond à l'ensemble des thèmes qui intéressent le chercheur. Notre questionnaire est structuré autour de trois parties.

Encadré : Questionnaire destiné aux gérants de fonds socialement responsables

1) La perception des gérants des deux modes d'organisation

- ❖ L'appréciation du modèle simple
- ❖ L'appréciation du modèle hybride
- ❖ Le choix d'un modèle, Les raisons du choix
- ❖ La perception des variables (Asymétrie d'information, la longueur du cycle de production d'une obligation, l'interférence des acteurs, le risque de conflits d'intérêts, etc.)

2) Le niveau de confiance des gérants des deux modes d'organisation

- ❖ La perception des coûts de transaction dans le modèle simple
- ❖ La perception des coûts de transaction dans le modèle hybride
- ❖ Les arguments positifs et négatifs envers chaque modèle

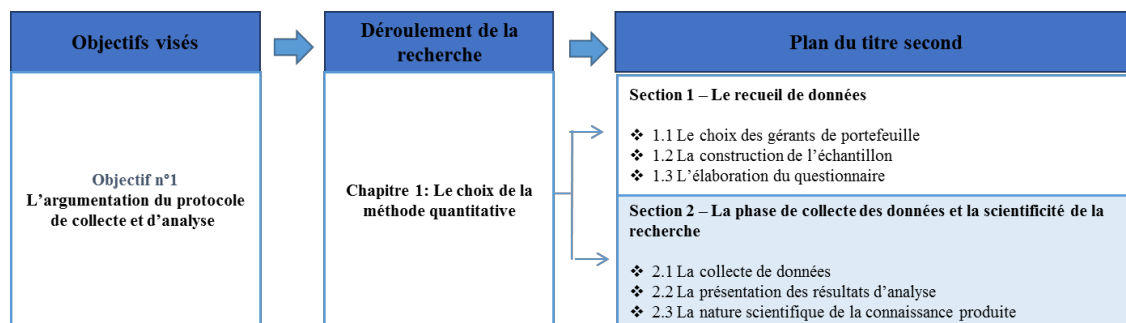
3) L'attractivité des gérants pour les titres émis

- ❖ La performance de l'obligation ESG
- ❖ Le choix entre ponctualité et liquidité

Section 2. La phase de collecte de données et la scientificité de la recherche

La seconde section de ce premier chapitre est consacrée à la présentation de la phase de recueil de données et la présentation de la méthodologie de l'étude quantitative. La figure ci-dessous présente les objectifs, le déroulement et le plan de la section 2 du premier chapitre.

Figure 44. L'architecture de la deuxième section du chapitre 1



2.1 La collecte des données

2.1.1. Le déroulement du prétest et la phase de collecte

Avant l'administration du questionnaire, nous avons réalisé un prétest auprès de trois gérants de fonds correspondant au profil recherché. Les objectifs étant d'évaluer la compréhension de notre sujet, la formulation des questions, la durée de réponse et de déceler dans le cas échéant les problèmes de compréhension. Ce prétest nous a amené à faire quelques modifications concernant la structure du questionnaire ainsi que la formulation de quelques questions.

Par la suite des prétests effectués, nous avons évalué la durée pour remplir notre questionnaire entre 15 à 25 minutes. Ainsi, nous avons pris en question les contraintes de temps et de disponibilité des gérants de fonds pour enfin opter pour la voie électronique. Une version en ligne via un formulaire sur Google Drive, en cliquant sur le lien envoyé le gérant est dirigé automatiquement vers la plateforme pour remplir notre questionnaire en ligne.

La collecte de données s'est déroulée pendant un mois, du 1^{er} au 31 mai 2017. La première phase consiste à la vérification des questionnaires. Google Forms, permet d'extraire les questionnaires sous format Excel permettant ainsi d'avoir un fichier simple à analyser sous SPSS. La première étape consiste donc à vérifier les données en se basant sur les trois critères : la « lisibilité », la « complétude » et la « cohérence ». Ensuite, dans un deuxième temps les questionnaires ont été soumis à la phase de codification. Durant cette phase, chaque modalité de réponse a été associée à un chiffre de 1 à 5 suivant la modalité de réponse selon l'échelle de Likert à 5 items. La deuxième phase consiste à la collecte des questions ouvertes, elles feront l'objet d'analyse dans la partie de la discussion des résultats sous forme de « verbatim » pour compléter l'analyse des résultats.

2.1.2. L'enquête par voie de questionnaires

La mobilisation du logiciel d'analyse de données SPSS

Avant de d'effectuer les analyses en composantes principales, nous avons vérifié la « normalité » de la distribution des données. De ce fait, nous avons procédé au test de normalité et analysé le coefficient de Skewness (coefficient de symétrie) et le coefficient de Kurtosis

(coefficient d'aplatissement)⁵⁸. Le tableau ci-après résume les principales analyses statistiques effectuées.

Tableau 11. Les principales analyses statistiques réalisées

Analyses	Indicateurs	Type	Logiciels ou outils
Collecte de données	- Choix du mode d'administration - Préparation de données	- Questionnaire en ligne - Voie électronique	- Google Forms
La moyenne	- Normalité - Asymétrie - Kurtosis	- Statistiques descriptives	- SPSS 20
Analyse factorielle	- Indice KMO - Test de Bartlett - Qualité de représentation - Détermination de nombre de facteurs - Classification hiérarchique (ascendante)	- Statistiques descriptives	- SPSS 20
Appréciation de la qualité des instruments de mesure	- alpha de cronbach	- Fiabilité	- SPSS 20
Analyse typologique	- Classification hiérarchique ascendante - Méthode de Ward	- Statistiques descriptives	- SPSS 20
Analyse discriminante	- Test de Box - Lambda de Wilks - Matrice de structure - Tri croisé - Valeurs propres	- Statistiques explicatives	- SPSS 20
La variance	- Test d'homogénéité des variances (Leven) - Test de Duncan	- Statistiques explicatives	- SPSS 20
La régression	- Coefficient de corrélation - Régression	- Statistiques explicatives	- Smart PLS 3

2.2 La présentation des résultats d'analyse

La présentation des résultats d'analyse et des conclusions se fait sous trois formes. D'une part, les résultats sont présentés **sous la forme de commentaires** à partir des différents résultats obtenus lors de l'analyse avec le logiciel SPSS. Des représentations graphiques font l'objet d'appui de nos commentaires. D'autre part, il est périodiquement fait recours **aux citations ou verbatim** des gérants de fonds pour illustrer un propos. Et enfin, des tableaux de synthèse sont conçus afin de résumer et synthétiser les arguments.

⁵⁸ Carricano, Poujol, Bertrandias, 2010

2.3 La nature scientifique de la connaissance produite

Le choix du paradigme épistémologique suscite des conditions de validité de la connaissance qui est produite, puisque « la validité de sa recherche constitue une indication de la valeur scientifique des connaissances » (Perret, Gotteland, Haon et Jolibert, 2008, p.27). « Les méthodes mixtes constituent une option méthodologique permettant de développer une compréhension plus fine et plus riche des phénomènes étudiés. Les données qualitatives peuvent clarifier ou compléter les résultats quantitatifs. Les résultats quantitatifs peuvent améliorer la validité externe d'une recherche qualitative. La combinaison des deux méthodes peut (1) soulever des questions de recherches non explorées (Hammond, 2005), (2) permettant d'élaborer des inférences plus solides lorsque les deux types de données conduisent à des résultats similaires et (3) faire émerger des contradictions ou des paradoxes non observables autrement (Teddie and Tashakkori, 2009) » (Aldebert et Rouziès, 2011, p.20).

2.4 La validité de la recherche

Tester la validité « dans une recherche quantitative consiste le plus souvent à déterminer si les items utilisés pour mesurer le phénomène étudié, à travers les échelles de mesure, en sont une bonne représentation » (Thiétart et al., 2014, p.301).

S'agissant d'un paradigme épistémologique positiviste, le chercheur positiviste va d'abord vérifier deux formes de validité : 'la validité interne' et la 'validité externe' (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008). Le chercheur doit ainsi s'assurer qu'il y a une forte corrélation entre les items, et une faible corrélation entre les différents indicateurs qui permettent de mesurer le phénomène pour pouvoir discriminer le phénomène, on parle alors de « validité discriminante » (Thiétart, et al. 2014).

Cronbach et Mechl (1955, p. 282) soulignent que « seule la notion de validité de construit est réellement pertinente en sciences sociales »⁵⁹. Dans notre recherche, l'analyse factorielle a été utilisée pour « **mesurer le niveau de validité du construit** » comme le préconise Carmines et Zeller (1990). D'autre part, Le calcul de l'indice alpha de Cronbach a été effectué à plusieurs reprises et les résultats permettent de **valider notre échelle de mesure**.

⁵⁹ Cité par Thiétart et al., 2014 (p. 301)

2.4.1. La validité interne

La **validité interne** renvoie au fait « de s'assurer que le chercheur, par le biais des instruments de mesure retenus et de la méthode mis en œuvre, a bien été capable de mesurer ce qu'il souhaitait mesurer » (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.27). Celle-ci renvoie à la bonne compréhension du phénomène étudié dans son ensemble et d'être sûr d'avoir correctement procédé aux mesure. D'ailleurs, tous les répondants sont des gérants de fonds qui sont concernés par la construction de fonds ISR. De plus, la collecte de données s'est faite via la plateforme « Google Forms ».

Selon Thiétart et al., la validité interne « consiste à s'assurer de la pertinence de la cohérence interne des résultats générés par l'étude : le chercheur doit se demander dans quelle mesure son inférence est exacte et s'il n'existe pas d'explications rivales » (p.312). Les chercheurs affirment qu'il n'existe pas une seule méthode permettant d'atteindre le « bon » niveau de validité mais plutôt des techniques qui peuvent être utilisées pour s'assurer de cette validité interne.

Ainsi, dans notre travail doctoral, dans la restitution des résultats, notre volonté de transparence nous a conduit à essayer de décrire avec précision toute notre démarche et le processus entier de la recherche tout au long de notre travail de recherche, à travers la description du cadre méthodologique (outils de collecte et d'analyse mobilisés) ; la description du contexte et de l'objet de recherche ; la présentation des analyses de tous les résultats ; l'organisation interne de la thèse avec les résumés dans chaque chapitre, les schémas pour faciliter la compréhension du lecteur, l'utilisation des « verbatim » ; la multiplication des sources primaires et secondaires dans la phase qualitative exploratoire (Van de Ven, 1992) ; le détail de notre stratégie d'analyse des données et le cheminement de l'élaboration des résultats (Yin, 2013 ; Thiétart et al., 2014) . Nous estimons que tous ces éléments participent à développer la qualité de la validité interne.

2.4.2. La validité externe

La **validité externe** concerne quant à elle « la généralisation des résultats le plus largement possible » (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.27). L'objectif est de pouvoir généraliser les résultats obtenus, cette question est liée donc à la qualité des échantillons. Dans notre recherche, nous avons sollicité la base de données de l'Autorité des Marchés Financiers GECO qui recense les sociétés de gestion de portefeuille agréées. Pour Thiétart et al., (2014), la validité externe peut être appréciée en deux temps : d'abord le chercheur doit examiner dans

quelle mesure les résultats peuvent être généralisées à la population mère, ce qui est dans notre cas assuré puisque sur l'ensemble des répondants⁶⁰ seuls les gérants de fonds ISR ont été questionnés. Ensuite dans un second temps, le chercheur pourra évaluer la possibilité de transfert ou de réappropriation de ses résultats pour l'étude d'autres terrains (Passeron, 1991). D'autre part, concernant la partie qualitative exploratoire, nos études de cas sont considérées comme des échantillons représentatifs puisque ce sont les cas pionniers qui existent au moment de notre recherche. Les éléments mis en avant pour assurer la validité externe de notre étude qualitative sont en relation avec la précision de la démarche même de la recherche (Silverman, 2012), soit le choix du terrain d'étude et la manière d'analyser les données collectées.

Un dernier critère, celui de la **fiabilité**, qui « renvoie à la question de la stabilité des résultats » (Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.27). En effet, la méthode de recueil de données nous permet à chaque fois de recueillir les mêmes données. A chaque fois qu'un répondant remplit le questionnaire, nous recevons une notification et nous pouvons rapporter les résultats et les exploiter d'une manière constante et stable.

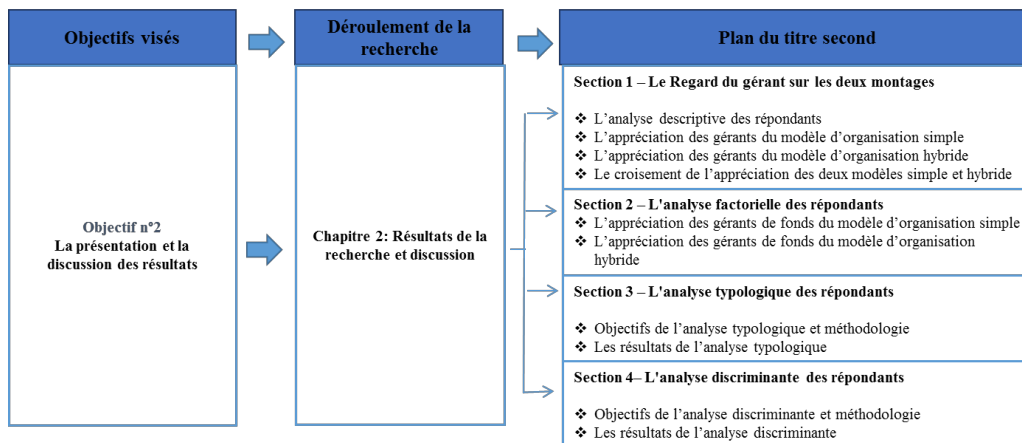
⁶⁰ Echantillon étudié et population visée

Chapitre 2 – Résultats de recherche et discussion

Introduction du second chapitre

Le second chapitre sera consacré à la présentation des résultats. Ensuite, dans un second temps la discussion des résultats. Nous caractérisons l'appréciation des gérants des deux modèles organisationnels simple et hybride dans la section 1. Ensuite, dans la section 2 nous procédons ensuite à l'analyse factorielle pour caractériser le comportement des gérants face aux modèles organisationnels et comprendre le comportement des individus. Dans la section 3, nous effectuons une analyse factorielle de notre échantillon pour classer les individus selon leur sensibilité aux deux modèles. Et enfin, dans la section 4, nous procédons à une analyse discriminante pour vérifier la qualité de notre classification et croiser les données pour comprendre ce qui différencie les individus. La figure ci-dessous présente les objectifs, le déroulement et le plan du second chapitre.

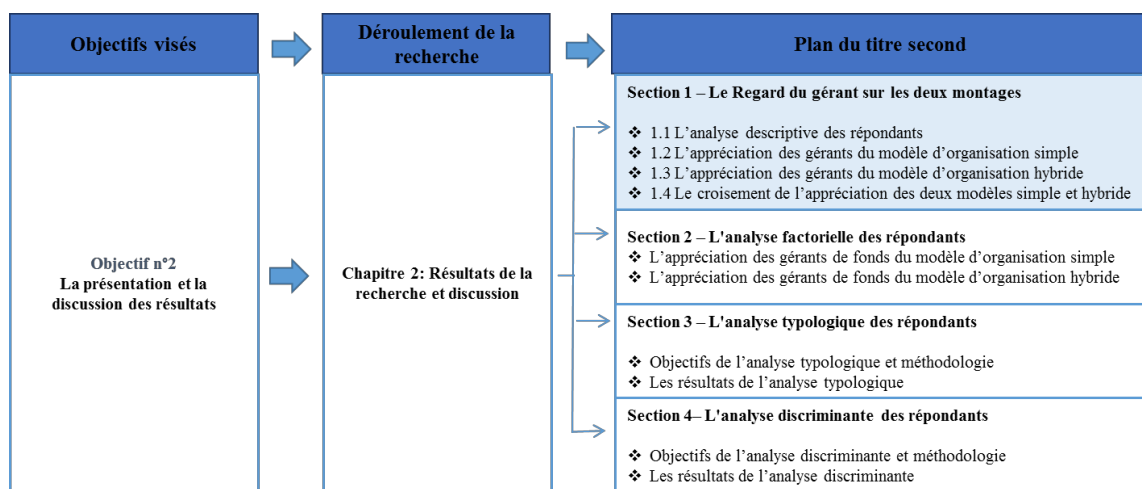
Figure 45. Plan du deuxième chapitre du titre 2



Section 1. Regard de l'investisseur sur les deux montages

La première section du chapitre 2 de notre travail doctoral est dédiée à l'analyse et l'interprétation des analyses des résultats de l'appréciation des gérants des deux modèles organisationnels simple et hybride. La figure ci-après présente les objectifs, le déroulement de la recherche et le plan de la section 1.

Figure 46. L'architecture de la 1ère section du chapitre 2



1.1 L'analyse descriptive des répondants

La description des données constitue une étape importante dans notre démarche d'analyse. Cette première étape nous fournit un premier niveau de lecture des résultats qui nous permettront par la suite de faire des analyses plus poussées. Dans cette partie, notre objectif est de décrire notre échantillon. Les caractéristiques des répondants sont présentées ci-dessous :

Figure 47. Classification des gérants selon leurs formations

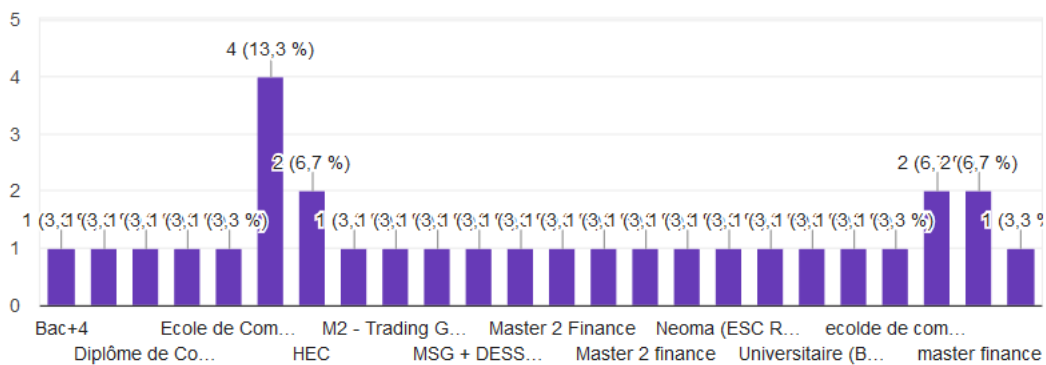


Figure 48. Classification des gérants selon l'ancienneté

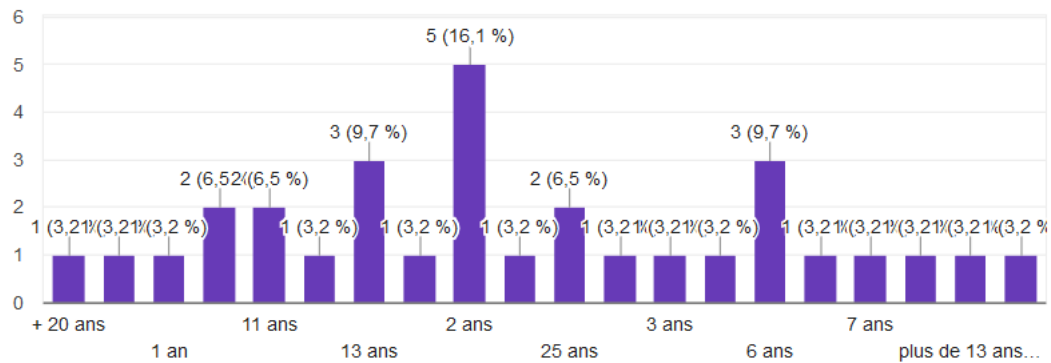


Figure 49. Classification des gérants selon la tranche d'âge

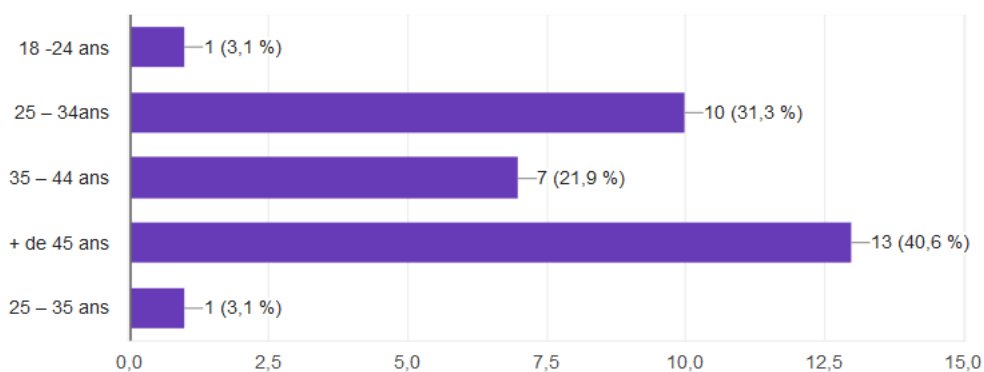
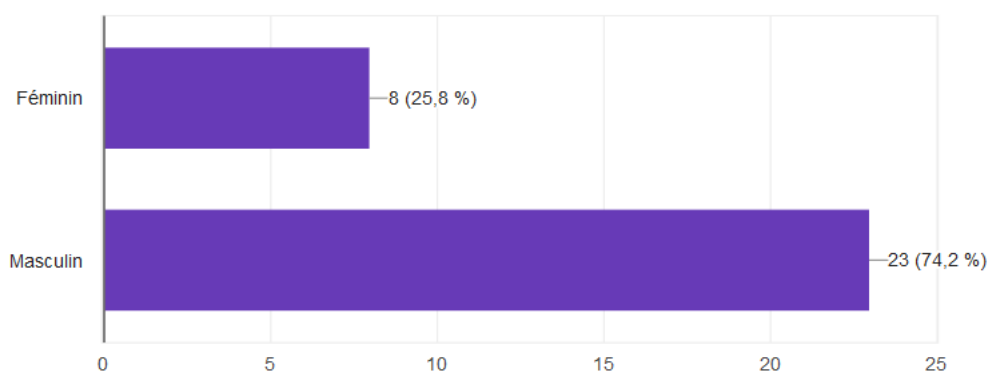


Figure 50. Classification des gérants selon le sexe



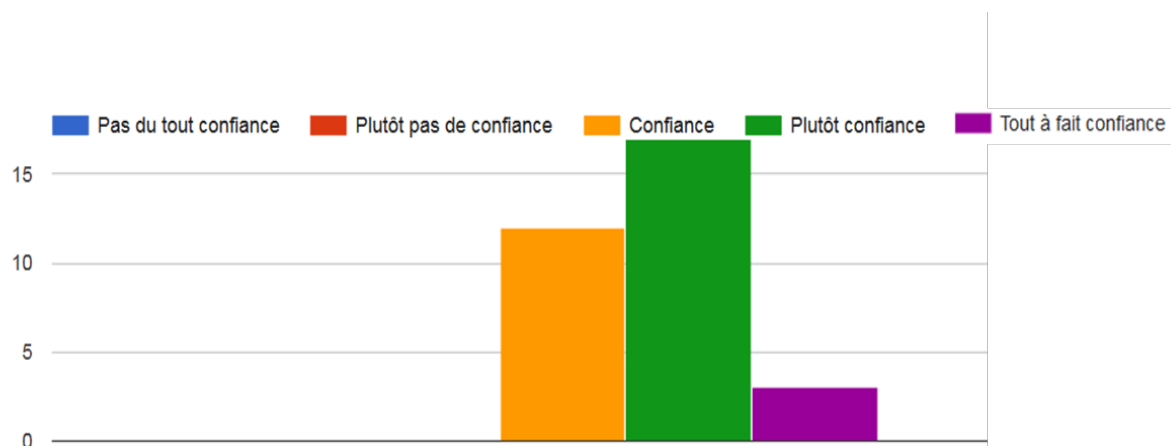
Encadré : Les faits marquants

- ❖ Les gérants retenus sont tous des gérants ISR
- ❖ Plus d'hommes que de femmes dans le groupe
- ❖ La classe d'âge moyenne des gérants est entre 25 à 45 ans
- ❖ Les gérants qui ont répondu à notre questionnaire ont beaucoup d'années d'expérience

1.2 L'appréciation des gérants du modèle d'organisation simple

La moyenne est considérée comme « le représentant naturellement de la tendance centrale de la distribution d'une variable » (Evrard, Press, Roux, 2003). Elle consiste à additionner l'ensemble des valeurs d'une distribution et à les diviser par le nombre d'observations.

La figure ci-dessous caractérise le niveau de confiance des gérants ISR dans le modèle simple.



Le niveau de confiance des gérants ISR dans le modèle d'organisation simple se situe entre « confiance » et « tout à fait confiance ». L'analyse de la moyenne sur SPSS permet de conclure que le niveau de confiance global est de 3.69 sur 5.

Le niveau de confiance des gérants dans le modèle d'organisation simple

	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
	Statistique	Statistique	Statistique	Statistique	Statistique
Confiance mode d'orga simple	32	3	5	3,69	,644
N valide (listwise)	32				

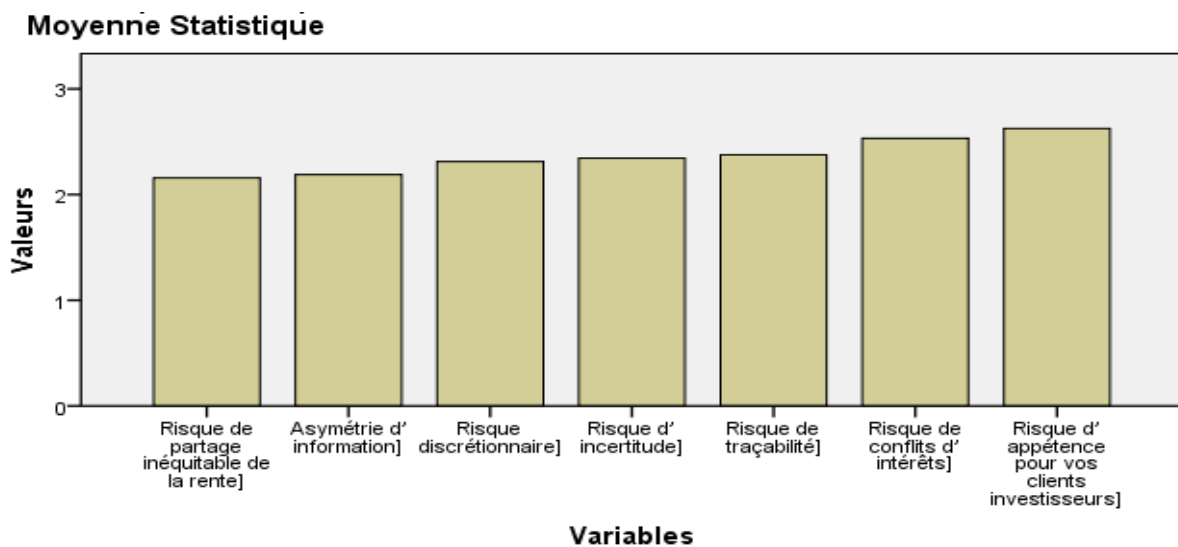
Le coefficient de symétrie (Skewness) permet de mesurer l'asymétrie de la distribution. La valeur de Skewness est une valeur positive de $0.392 < 1$. Le coefficient d'aplatissement (Kurtosis) permet la mesure de la platitude de la courbe ou encore le degré de concentration des différentes observations dans les « queues » de la courbe. La valeur de notre Kurtosis est une

valeur négative $-0.599 < 1.5$, donc les « queues » comptent un plus grand nombre d'observations. En d'autres termes, nous pouvons conclure que la variable suit une loi normale.

	Asymétrie		Kurtosis	
	Statistique	Erreur std	Statistique	Erreur std
Confiance mode d'orga simple	,392	,414	-,599	,809
N valide (listwise)				

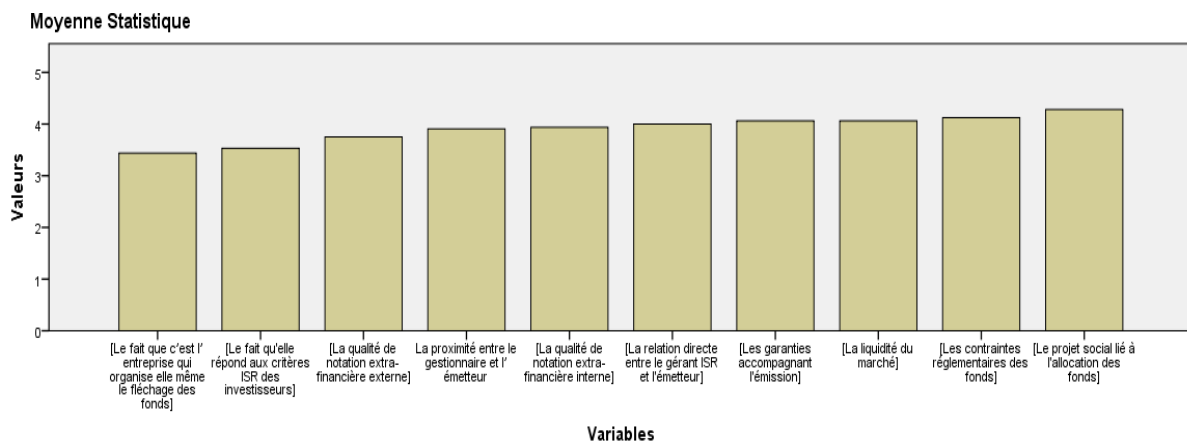
Concernant la question relative au niveau de perception des risques dans le modèle d'organisation simple, la figure suivante représente la moyenne de la perception des variables liées aux coûts de transaction dans ce modèle. Le niveau global de perception se situe entre 2.16 et 2.63.

Figure 51. Le niveau de perception des risques dans le modèle organisationnel simple



Concernant la question liée aux éléments qui influencent l'appréciation des gérants ISR, la figure suivante représente la moyenne des variables explicatives.

Figure 52. La moyenne des variables influençant l'appréciation des gérants du modèle d'organisation simple



Dans la figure ci-dessus, les moyennes ont été classées par ordre croissant. La confiance des gérants ISR dans ce modèle est positive. Les trois critères auxquels sont le plus sensibles ces gérants ISR sont : le projet social lié à l'allocation des fonds avec une moyenne de 4.28, suivi par les contraintes réglementaires avec une moyenne de 4.13, la liquidité du marché et les garanties avec une moyenne similaire de 4.06.

En se référant aux différents « verbatim » de gérants de fonds ISR, nous pouvons dire que ces gérants ont plus confiance dans ce modèle d'organisation simple puisqu'il y a moins d'acteurs, plus de lisibilité pour les investisseurs, plus de transparence, moins de risque, plus de traçabilité et moins de contraintes. Le tableau suivant présente quelques « verbatim » issus de notre questionnaire concernant leur perception du modèle d'organisation simple :

Encadré : L'appréciation des gérants du modèle d'organisation simple

Gérant 1 : « Moins d'intermédiaires. Plus de lisibilité dans les investissements. Un cadre juridique précis et déjà existant ainsi qu'une plus grande liquidité »
Gérant 2 : « Analyse plus simple, moins d'acteurs »
Gérant 3 : « Schéma plus cohérent, plus approprié »
Gérant 4 : « moins de contraintes réglementaires »
Gérant 5 : « Plus de transparence sur le suivi des fonds, moins d'intermédiaire, rapport de confiance »
Gérant 6 : « système qui a déjà fait ses preuves, possibilité d'avoir un reporting dédié à l'obligation responsable : de savoir ce qui a été réellement financé par l'acquisition de l'obligation. Existence d'un tiers externe qui valide l'objet social de l'obligation »
Gérant 7 : « Car nos fonds peuvent investir dans des obligations corporate mais ne peuvent pas investir dans des émissions organisées (contraintes réglementaires) »
Gérant 8 : « lisibilité de l'émetteur, facilité d'accès, liberté de revendre à tout moment »
Gérant 9 : « Moins compliquée à mettre en œuvre bien qu'il faille pleinement s'assurer de la capacité de la société émettrice à utiliser correctement les fonds récoltés »
Gérant 10 : « Schéma plus claire ; pas de titrisation ; plus facile d'audité les impacts ; plus gros en taille, plus liquide ; Il existe des fonds de IMF que l'on peut financer directement »
Gérant 11 : « En prérequis, il faut que la forme juridique de l'obligation soit telle qu'il n'y a pas de problème règlementaire pour investir dans un OPCVM classique. Ensuite, ce qui compte avant tout c'est l'entreprise et le projet. Que la gouvernance soit la plus classique possible »
Gérant 12 : « pas de contrainte »
Gérant 13 : « Analyse plus simple, moins d'acteurs »
Gérant 14 : « Plus d'intermédiaires donc réduction du risque »
Gérant 15 : « moins compliqué »
Gérant 16 : « plus de traçabilité »
Gérant 17 : « Schéma plus simple et plus sécurisant pour l'investisseur »
Gérant 18 : « plus simple, plus de traçabilité pour l'investisseur »
Gérant 19 : « possibilité d'intégrer le produit dans les fonds ESG »
Gérant 20 : « plus simple, plus cohérent »
Gérant 21 : « analyse plus simple, plus de liquidité »
Gérant 22 : « moins de risque »
Gérant 23 : « analyse plus simple »

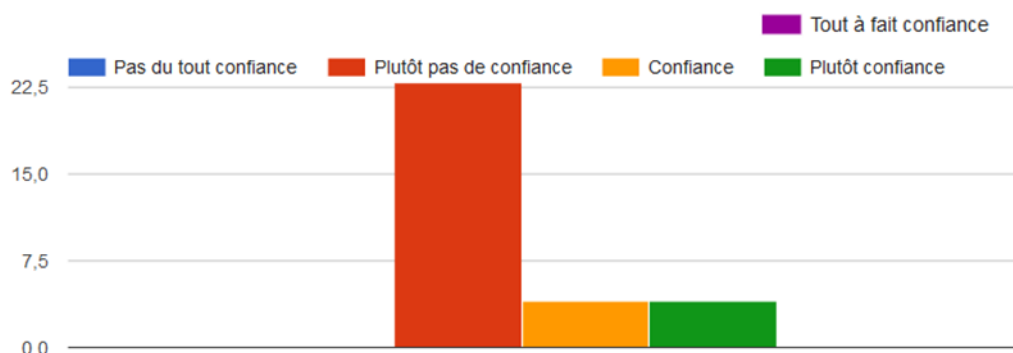
Ainsi, en conclusion l'encadré suivant résume l'appréciation des gérants de fonds du modèle d'organisation simple :

Encadré : Les faits marquants

- ❖ Le niveau de confiance des gérants de fonds dans le modèle d'organisation simple est élevé par ce qu'ils trouvent qu'il est moins compliqué, plus lisible, qu'il y a moins d'acteurs, qu'il y a plus de traçabilité, moins de risque et pas de contraintes règlementaire pour intégrer ce type de produit dans leurs fonds ESG.
- ❖ Les gérants de fonds font plus attention au projet social lié à l'activité de refinancement.
- ❖ Le niveau de perception des risques dans le modèle d'organisation simple est faible

1.3 L'appréciation des gérants du modèle d'organisation hybride

La figure suivante représente le niveau de confiance global des gérants ISR dans le modèle d'organisation hybride.



Le niveau de confiance des gérants ISR dans le modèle d'organisation hybride se situe entre « plutôt confiance » et « plutôt pas confiance ». L'analyse de la moyenne sur SPSS permet de conclure que le niveau de confiance global dans ce modèle est de 2.41 sur 5.

Le niveau de confiance des gérants dans le modèle d'organisation hybride

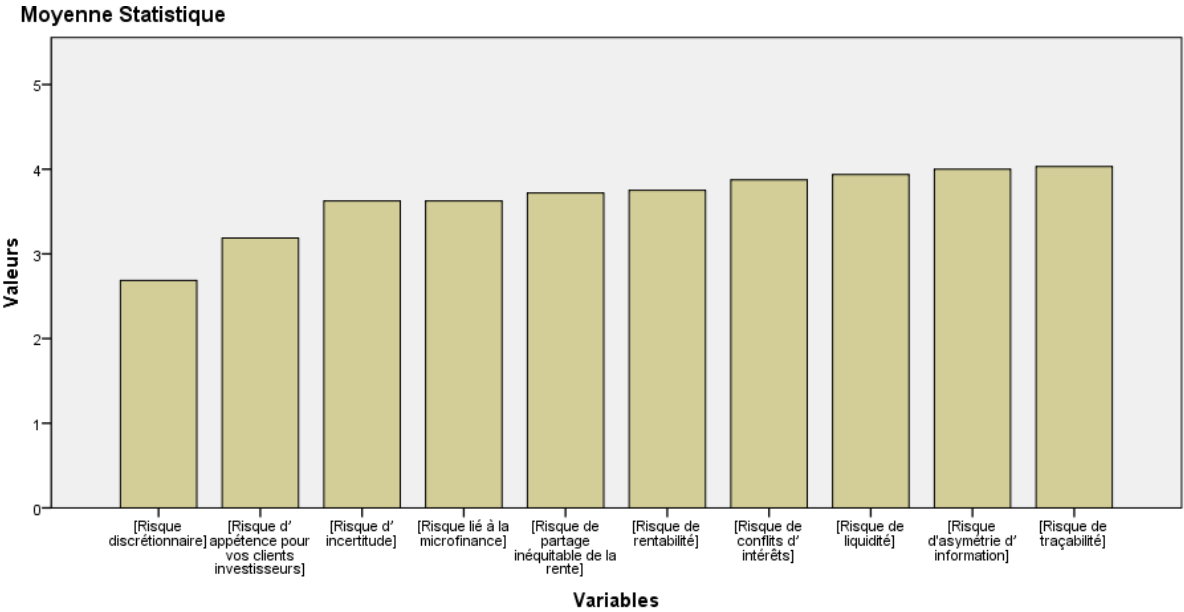
	N	Minimum	Maximum	Moyenne	Ecart type
	Statistique	Statistique	Statistique	Statistique	Statistique
Confiance mode d'orga hybride	32	2	4	2,41	,712
N valide (listwise)	32				

La valeur de notre Kurtosis est une valeur positive de 0.806 < 1.5. La valeur de Skewness est une valeur positive de 1.496 > 1, cela s'explique par la concentration des observations des gérants ISR sur la l'item « plutôt pas de confiance ».

	Asymétrie		Kurtosis	
	Statistique	Erreur std	Statistique	Erreur std
Confiance mode d'orga 2	1,496	,414	,806	,809
N valide (listwise)				

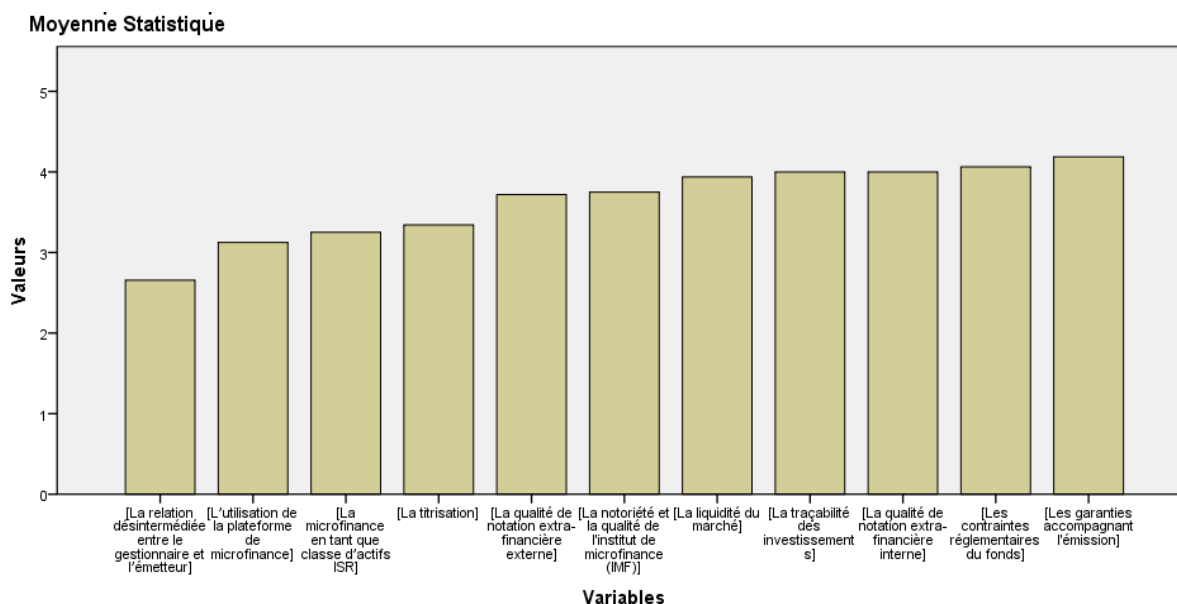
Concernant la question liée au niveau de perception des risques dans le modèle d'organisation hybride, la figure suivante représente quant à elle la moyenne de la perception des variables liées aux coûts de transaction dans le modèle hybride. Le niveau de global de perception se situe entre 2.69 et 4.03, un niveau de perception de risque plus élevé que celui dans le modèle simple. Les deux risques qui sont perçus d'une manière plus élevée sont le risque lié à l'asymétrie d'information avec une moyenne de 4 et le risque de traçabilité avec une moyenne de 4.03.

Figure 53. Le niveau de perception des risques dans le modèle organisationnel hybride



Concernant les éléments qui influencent leurs appréciations, la figure ci-dessous représente la moyenne des variables explicatives classées par ordre croissant.

Figure 54. La moyenne des variables influençant l'appréciation des gérants du modèle d'organisation hybride



Dans la figure ci-dessus, les moyennes ont été classées par ordre croissant. Les trois critères auxquels sont le plus sensibles ces gérants ISR concernant le choix de ce mode d'organisation sont : les garanties accompagnant l'émission d'obligataire avec une moyenne de 4.19, suivi par les contraintes réglementaires avec une moyenne de 4.06, la notation extra-financière et la traçabilité avec une moyenne similaire de 4.

En se référant aux différents « verbatim » de gérants de fonds ISR, nous pouvons dire que ces gérants n'ont pas beaucoup confiance dans ce modèle d'organisation hybride puisqu'il y a plus d'acteurs, moins de lisibilité pour les investisseurs, moins de transparence, plus de risque, moins de traçabilité et plus de contraintes. Le tableau suivant présente quelques « verbatim » issus de notre questionnaire concernant leurs perceptions du modèle d'organisation hybride :

Encadré : L'appréciation des gérants du modèle d'organisation hybride

Gérant 1 : « Plus d'intermédiaires»
Gérant 2 : « Analyse complexe»
Gérant 3 : « Moins de transparence»
Gérant 4 : « moins de contraintes réglementaires »
Gérant 5 : « Marché peu profond, beaucoup d'émetteurs supranationaux ou agences avec des rating AAA qui donc offrent un très faible rendement»
Gérant 6 : « Manque d'exigence dans l'élaboration des critères des projets»
Gérant 7 : « attention au lien des émetteurs avec les banques arrangeuses/ notations extra »
Gérant 8 : « Utilisation peut-être moins efficiente des fonds, transparence sur leur usage peut-être moindre, partage des bénéfices potentiellement moins équitable »
Gérant 9 : « Trop d'acteurs, manque de transparence»
Gérant 10 : « Complexité du montage»
Gérant 11 : « Opacité, manque de liquidité»
Gérant 12 : « Complexe, traçabilité rendue compliquée cette fois non par manque de transparence/structuration mais due à la complexité de la chaîne de valeur (nombre important d'intermédiaires) + potentiellement perte de valeur (partage à l'ensemble de cette longue chaîne d'acteurs). »
Gérant 13 : « manque de transparence et possible conflit d'intérêt indirect»
Gérant 14 : « Peut-être trop d'intermédiaires, positif car moins risqué mais potentiel de gain limité»
Gérant 15 : « moins compliqué »
Gérant 16 : « souci de traçabilité et conflits d'intérêts»
Gérant 17 : « Schéma plus simple et plus sécurisant pour l'investisseur »
Gérant 18 : « manque de liquidité »
Gérant 19 : « moins de transparence, plus de conflits d'intérêts»

Ainsi, en conclusion l'encadré suivant résume l'appréciation des gérants de fonds du modèle d'organisation hybride :

Encadré : Les faits marquants

- ❖ Le niveau de confiance des gérants de fonds dans le modèle d'organisation hybride est faible par ce qu'ils trouvent qu'il est plus compliqué, qu'il y a moins de lisibilité, qu'il y a plus d'acteurs, qu'il y a moins de traçabilité, plus de risque, moins de liquidité par rapport au marché de microfinance, plus de contraintes réglementaires pour intégrer ce type de produit dans leurs fonds ESG et un plus grand risque de conflits d'intérêts.
- ❖ Les gérants de fonds font plus attention aux garanties accompagnant l'émission d'obligation et aux contraintes réglementaires des fonds
- ❖ Le niveau de perception des risques dans le modèle organisationnel hybride est élevé. Les deux risques qui sont perçus d'une manière plus élevée sont le risque lié à l'asymétrie d'information et le risque de traçabilité.

1.4 Le croisement de l'appréciation des deux modèles d'organisation simple et hybride

Concernant la question liée aux choix des gérants ISR entre les deux modèles, le tableau suivant représente les modalités de réponses des gérants. Sur l'ensemble des répondants 84.4% des gérants ISR préfèrent le mode d'organisation simple, contre 15.6% des gérants ISR qui ont choisi le mode d'organisation hybride.

Choix entre les deux modèles d'organisation

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
Modèle d'organisation simple	27	84,4	84,4	84,4
Modèle d'organisation hybride	5	15,6	15,6	100,0
Total	32	100,0	100,0	

Les gérants de fonds ISR préfèrent le modèle d'organisation simple au modèle d'organisation hybride puisqu'ils jugent ce mode d'organisation comme étant simple, transparent, avec moins d'acteurs et moins de contraintes. Sur ces mêmes gérants concernant la question liée au choix « ponctualité » contre « liquidité », le tableau suivant représente leur point de vue. Sur l'ensemble des répondants, 78.1% sont intéressés par un marché permanent contre 21.9% qui préfèrent des émissions d'obligations ponctuelles.

D'après votre point de vue, seriez-vous plutôt intéressés par

	Effectifs	Pourcentage	Pourcentage valide	Pourcentage cumulé
Valide				
ESG ponctuelles	7	21,9	21,9	21,9
Marchés permanents	25	78,1	78,1	100,0
Total	32	100,0	100,0	

Néanmoins, même si ces gérants ont choisi pour la plupart d’entre eux le modèle d’organisation simple, nous relevons des arguments positifs et négatifs en faveur des deux modèles. Ces arguments seront présentés sous forme de tableaux à partir des « verbatim ».

Modèle d’organisation simple	
Arguments positifs	Arguments négatifs
<ul style="list-style-type: none"> ❖ La simplicité ❖ La transparence ❖ La traçabilité pour le fléchage des fonds ❖ Pas de contraintes réglementaires ❖ La proximité entre l’émetteur et l’investisseur ❖ Même conditions qu’une émission classique ❖ Les conditions financières sont identiques aux émissions classiques 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ La dépendance de la qualité et la fiabilité de l’émetteur ❖ Le risque de « greenwashing » ❖ Manque d’exigence dans l’élaboration des critères des projets ❖ La crédibilité de l’émetteur est un critère important dans le choix

A présent, nous présentons une synthèse des arguments positifs et négatifs en faveur du modèle d'organisation hybride.

Modèle d'organisation hybride	
Arguments négatifs	Arguments positifs
<ul style="list-style-type: none"> ❖ La complexité ❖ Le manque de transparence ❖ Le manque traçabilité pour le fléchage des fonds ❖ Les contraintes réglementaires ❖ La multiplicité d'acteurs ❖ La liquidité du marché de microfinance ❖ Le risque de conflits d'intérêts ❖ Le risque d'asymétrie d'information ❖ Trop d'intermédiaires ❖ Moins de visibilité 	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Le partage de risque entre les acteurs ❖ La diversification de risques ❖ Le refinancement des instituts de microfinance ❖ Faire de la finance solidaire ❖ L'objet social est directement assimilable à l'objet du fonds ISR

Ainsi, pour conclure cette partie, nous présentons dans l'encadré qui suit une synthèse de la différence de perception des deux modèles d'organisation simple et hybride pour les gérants de fonds interrogés.

Encadré : Les faits marquants

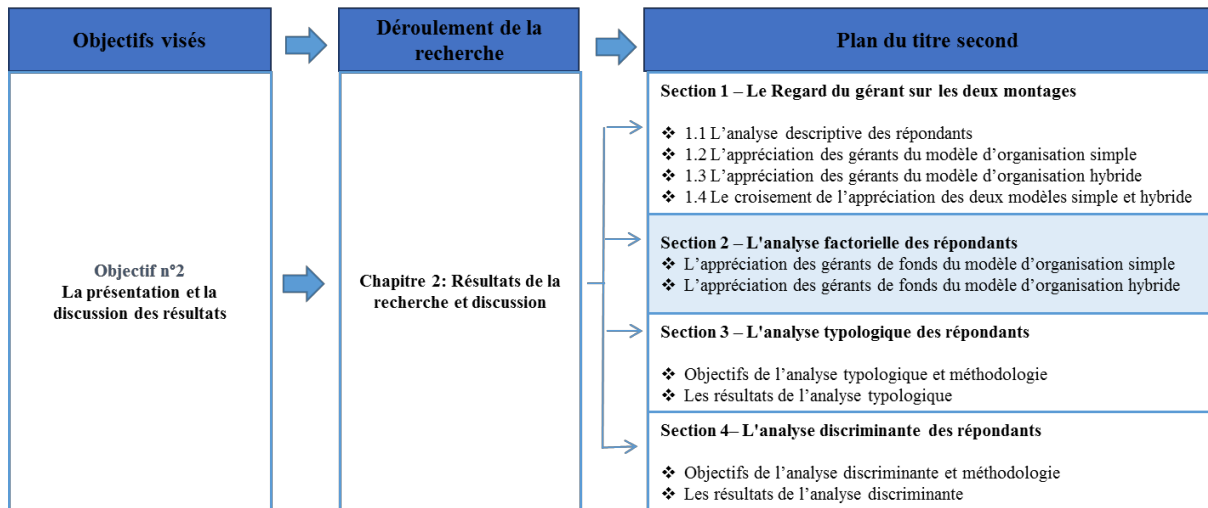
- ❖ Les gérants de fonds ISR trouvent que le modèle d'organisation simple est meilleur que le modèle d'organisation hybride car il est plus transparent, plus simple, moins complexe, avec moins d'acteurs et moins de risques.
- ❖ les gérants de fonds ISR trouvent que le modèle d'organisation hybride est plus complexe, avec plus de risques et plus d'acteurs mais aussi qu'il a des points positifs relatifs au partage et à la diversification de risques et à l'objet social qui est de faire de la microfinance.

Après avoir analysé l'appréciation du gérant de fonds des deux modèles d'organisation, il convient à présent de comprendre le comportement de ces individus. Pour cela, nous procédons dans l'étape qui suit à l'analyse factorielle de ces individus.

Section 2. L'analyse factorielle des répondants

La deuxième section du chapitre 2 de notre travail doctoral est dédiée à l'analyse et l'interprétation des résultats de l'analyse factorielle des répondants. La figure ci-après présente les objectifs, le déroulement de la recherche et le plan de la section 2.

Figure 55. L'architecture de la 2ème section du chapitre 2



L'analyse factorielle nous permet de comprendre le comportement des gérants de portefeuille et expliquer les résultats obtenus précédemment. Selon Hair et al., (1998), l'analyse en composantes principales (ACP) est une « technique multivariée dite d'interdépendance » qui vise trois objectifs principaux :

- La compréhension de la structure d'un ensemble de variables
- La conception des instruments de mesure
- La condensation de l'information contenue au sein d'un grand nombre de variables tout en assurant la perte minimale d'information

L'analyse factorielle en composantes principales est « une technique exploratoire dont l'objet est de chercher à partir d'un ensemble de k variables mesurées sur des échelles d'intervalle ou de rapport, une logique, une structure sous-jacente aux données collectées. Si une telle structure existe, l'identifier permet de simplifier l'information brute contenue dans une base de données, en substituant aux k variables initiales un nombre plus petit de m facteurs. Ces facteurs sont formés par des combinaisons linéaires des variables initiales. » (Gavard-Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.218).

Les conditions d'application de l'analyse factorielle en composantes principales

Avant de procéder à l'ACP il est nécessaire de vérifier les conditions d'application de cette méthode. Il est conseillé d'avoir au moins 50 observations et un nombre d'observations supérieur quatre à cinq fois au nombre de variables (Malhotra, Décaudin, Bouguerra, 2004). Notre échantillon comprend 32 répondants qui ont répondu à l'ensemble des questions et notre analyse est basée sur 10 variables, un ratio de 3,2 qui est acceptable. Toutefois, pour que la factorisation soit possible, il faut vérifier que les variables ne soient pas toutes indépendantes les unes des autres. Pour cela, le test de « sphéricité de Bartlett » et l'indice « Kaiser-Mayer-Olkin » permettent de vérifier cette indépendance des variables. Le test de Bartlett « examine la matrice des corrélations dans son intégralité et fournit la probabilité de l'hypothèse nulle selon laquelle toutes les corrélations sont de zéro ». (Carricano, Poujol, Bertrandias, 2009, p.57). Le test Kaiser-Mayer-Olkin ou KMO « indique dans quelle proportion les variables retenues forment un ensemble cohérent et mesurent de manière adéquate un concept. Elle teste si les corrélations partielles entre les variables sont faibles. Dans le cas de notre étude, les résultats de Bartlett obtenus sont inférieurs à 0.05 et l'indice KMO supérieur à 0.5, ce qui est

acceptable pour pouvoir réaliser la factorisation. Nous avons vérifié les conditions d'application d'une analyse factorielle mais nous n'exposons que nos principaux résultats. Les autres résultats statistiques seront présentés en annexes.

2.1 L'appréciation des gérants de fonds du modèle d'organisation simple

Après avoir soumis les résultats de notre étude au logiciel SPSS, nous obtenons un indice KMO supérieur à 0.5, la matrice de corrélation affiche un indice de corrélation de 0.529. Le test de Bartlett est significatif ($p < 0.0005$), donc on rejette l'hypothèse nulle ce qui signifie qu'il y a un lien entre le niveau de confiance et le modèle d'organisation.

Mesure de précision de l'échantillonnage de Kaiser-Meyer-Olkin.		,529
	Khi-deux approximé	130,413
Test de sphéricité de Bartlett	Ddl	45
	Signification de Bartlett	,000

Détermination du nombre de facteurs

Notre analyse nous conduit à identifier quatre composantes, dont les valeurs propres sont supérieures à 1 (Carricano, Poujol, Bertrandias, 2009, p.57). La variance totale expliquée atteint 79%. Même si les trois premiers facteurs expliquent 66% de la variance totale, nous avons retenu les 4 axes dont les valeurs propres sont supérieures à 1 vu la complexité de notre objet d'étude.

Choix de la méthode d'extraction

Concernant le choix de la méthode d'extraction, nous avons choisi l'analyse en composantes principales qui est basée sur « la variance spécifique des variables » et permet ainsi l'extraction d'un minimum des facteurs qui permettent d'expliquer la plus grande partie possible de la « variance ».

Pour déterminer le nombre de facteurs à extraire, nous utilisons la valeur dite de « eigen » (eigenvalue), ou encore « valeur propre initiale ». Plus cette valeur propre initiale est élevée et plus le facteur permet d'expliquer une portion significative de la « variance totale ». Ainsi, nous retenons les valeurs supérieures à 1 qui sont considérées comme des facteurs significatifs.

Le tableau suivant représente les quatre facteurs retenus supérieurs à 1 et qui expliquent 79% de la variance totale expliquée.

Tableau 12. La variance totale expliquée

Variance totale expliquée									
Composante	Valeurs propres initiales			Extraction Sommes des carrés des facteurs retenus			Somme des carrés des facteurs retenus pour la rotation		
	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés
1	3,223	32,232	32,232	3,223	32,232	32,232	2,265	22,649	22,649
2	1,809	18,089	50,322	1,809	18,089	50,322	1,958	19,575	42,224
3	1,603	16,031	66,352	1,603	16,031	66,352	1,925	19,251	61,475
4	1,289	12,886	79,238	1,289	12,886	79,238	1,776	17,763	79,238

Méthode de rotation

L'interprétation des composantes permet de déterminer la « combinaison de variables » la plus associée à chaque facteur significatif. Hair et al., (1998) suggèrent d'examiner la matrice des composantes sans rotation dans un premier temps, ensuite examiner la matrice des composantes après rotation (Varimax) et enfin, d'identifier le poids le plus élevé pour chaque variable.

Ainsi, nous procédons à la rotation Varimax pour simplifier la lecture des résultats et interpréter les facteurs. Nous obtenons le tableau de matrice de composantes ci-dessous.

Matrice des composantes après rotation				
	Composante			
	1	2	3	4
[La qualité de notation extra-financière interne]	,915			
[La qualité de notation extra-financière externe]	,783			
[Les contraintes réglementaires des fonds]	,651			
[Le projet social lié à l'allocation des fonds]		,855		
[La liquidité du marché]		,847		
La proximité entre le gestionnaire et l'émetteur			,842	
[La relation directe entre le gérant ISR et l'émetteur]			,841	
[Le fait que c'est l'entreprise qui organise elle-même le fléchage des fonds]				-,794
[Le fait qu'elle répond aux critères ISR des investisseurs]				,720
[Les garanties accompagnant l'émission]				,716

Interprétation des facteurs

L'interprétation des axes (1, 2, 3 et 4) sera basée sur l'analyse de l'ACP après rotation. Afin d'identifier les facteurs, il est important d'observer la contribution de chaque variable à la composition de chaque axe.

La composante 1 – la variance expliquée est de : 22.64%. En effet, les variables qui représentent ce premier facteur sont « la qualité de notation extra-financière interne », « la qualité de notation extra-financière externe » et « les contraintes réglementaires des fonds ». Ce facteur représente **l'appréciation de l'obligation**. Cependant, l'analyse de la notation extra-financière interne et externe ainsi que les contraintes réglementaires des fonds peuvent être des éléments déterminants dans leurs choix d'intégrer ou non une obligation ESG dans leurs portefeuilles ISR.

La composante 2 – la variance expliquée est de : 19,57%. En effet, les variables qui représentent ce deuxième facteur sont « le projet lié à l'allocation des fonds » et « la liquidité du marché ». Ainsi, nous pouvons nommer ce facteur **l'activité de refinancement**.

La composante 3 – la variance expliquée est de : 19.25%. En effet, les variables qui représentent ce troisième facteur sont « la proximité entre l'émetteur et le gestionnaire » et « la relation directe entre l'émetteur et le gérant ISR ». Ce facteur représente des variables qui sont liées au mode d'organisation, nous nommerons ce facteur **la longueur de cycle de production d'une obligation**.

La composante 4 – la variance expliquée est de : 17,76%. En effet, les variables qui représentent ce quatrième facteur et qui sont fortement positivement corrélées sont « le fait qu'elle répond aux critères ISR des investisseurs » et « les garanties accompagnant l'émission ». D'autre part, il existe une corrélation négative avec la variable « le fait que c'est l'entreprise qui organise elle-même le fléchage de fonds ». Ce facteur représente l'attractivité des investisseurs institutionnels qui achètent des parts des fonds ISR construits par les gérants de fonds ISR, nous le nommerons les **caractéristiques de l'obligation**.

En analysant la corrélation entre les scores factoriels⁶¹ et le choix entre le modèle simple ou hybride, nous obtenons des résultats complémentaires suivants.

		<i>Choix de modèle (1, 2)</i>
Factor score 1	Corrélation de Pearson	-,247
	Sig. (bilatérale)	,172
	N	32
Factor score 2	Corrélation de Pearson	-,167
	Sig. (bilatérale)	,360
	N	32
Factor score 3	Corrélation de Pearson	,129
	Sig. (bilatérale)	,482
	N	32
Factor score 4	Corrélation de Pearson	,471**
	Sig. (bilatérale)	,007
	N	32

Les scores factoriels relatifs au facteur 1 – *caractéristiques de l'obligation* – sont positivement corrélés avec le choix entre les modèles simple ou hybride, ce qui signifie que les

⁶¹ Ce sont les nouvelles coordonnées sur les quatre facteurs issus de l'ACP

caractéristiques de l'obligation influence plus le choix des gérants d'intégrer l'une ou l'autre obligation issue des deux modèles d'organisation.

2.2 L'appréciation des gérants de fonds du modèle d'organisation hybride

Après avoir soumis les résultats de notre étude au logiciel SPSS, nous obtenons un indice KMO supérieur à 0.5, la matrice de corrélation affiche un indice de corrélation de 0.733. Le test de Bartlett est significatif ($p < 0.0005$), donc on rejette l'hypothèse nulle ce qui signifie qu'il y a un lien entre le niveau de confiance et le modèle d'organisation.

Indice KMO et test de Bartlett

Mesure de précision de l'échantillonnage de Kaiser-Meyer-Olkin.		,733
Test de sphéricité de Bartlett	Khi-deux approximé	246,344
	ddl	55
	Signification de Bartlett	,000

Détermination du nombre de facteurs

Notre analyse nous conduit à identifier trois composantes, dont les valeurs propres sont supérieures à 1. La variance totale expliquée atteint 75%. Même si les deux premiers facteurs expliquent 65% de la variance totale, nous avons retenu les 3 axes dont les valeurs propres sont supérieures à 1 vu la complexité de notre objet d'étude.

Choix de la méthode d'extraction

Nous retenons les valeurs supérieures à 1 qui sont considérées comme des facteurs significatifs. Le tableau suivant représente les trois facteurs retenus supérieurs à 1 et qui expliquent 75% de la variance totale expliquée.

Tableau 13. La variance totale expliquée

Variance totale expliquée									
Composante	Valeurs propres initiales			Extraction Sommes des carrés des facteurs retenus			Somme des carrés des facteurs retenus pour la rotation		
	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés	Total	% de la variance	% cumulés
1	5,448	49,532	49,532	5,448	49,532	49,532	3,296	29,966	29,966
2	1,741	15,828	65,360	1,741	15,828	65,360	2,640	24,000	53,966
3	1,137	10,336	75,695	1,137	10,336	75,695	2,390	21,729	75,695

Méthode de rotation

Après avoir réalisé une rotation Varimax, nous obtenons le tableau de matrice de composante suivant.

Tableau 14. Matrice de composante

	Composante		
	1	2	3
[La microfinance en tant que classe d'actifs ISR]	,876		
[La notoriété et la qualité de l'institut de microfinance (IMF)]	,812		
[La relation désintermédiée entre le gestionnaire et l'émetteur]	,753		
[Les garanties accompagnant l'émission]	,736		
[La titrisation]		,813	
[La qualité de notation extra-financière interne]		,781	
[L'utilisation de la plateforme de microfinance]		,728	
[La qualité de notation extra-financière externe]		,666	
[Les contraintes réglementaires du fonds]			,887
[La traçabilité des investissements]			,718
[La liquidité du marché]			,704

Interprétation des facteurs

L'interprétation des axes (1, 2 et 3) sera basée sur l'analyse de l'ACP après rotation. Afin d'identifier les facteurs, il est important d'observer la contribution de chaque variable à la composition de chaque axe.

La composante 1 – la variance expliquée est de : 29.96%. En effet, les variables qui représentent ce premier facteur sont « la microfinance en tant que classe d'actifs », « la notoriété et qualité de l'institut de microfinance », « la relation désintermédiée entre le gestionnaire et l'émetteur » et « les garanties accompagnant l'émission ». Ce facteur représente **l'activité de refinancement et la qualité des partenaires**.

La composante 2 – la variance expliquée est de : 24%. En effet, les variables qui représentent ce deuxième facteur sont « la titrisation », « la notation extra-financière interne », « l'utilisation de la plateforme » et « la notation extra-financière externe ». Ainsi, nous pouvons nommer ce facteur **la communication extra-financière et longueur de cycle de production d'une obligation**.

La composante 3 – la variance expliquée est de : 21.72%. En effet, les variables qui représentent ce troisième facteur sont « les contraintes réglementaires des fonds », « la traçabilité » et « la liquidité du marché ». Nous nommerons ce facteur **les contraintes réglementaires, de liquidité et de traçabilité**.

Nous obtenons des résultats complémentaires en analysant les corrélations entre les différents scores factoriels et le choix de mode d'organisation.

Tableau 15. Corrélation entre les scores factoriels, le choix du mode d'organisation

		Choix de mode d'organisation
Factor score 1	Corrélation de Pearson	,442*
	Sig. (bilatérale)	,011
	N	32
Factor score 2	Corrélation de Pearson	-,106
	Sig. (bilatérale)	,565
	N	32
Factor score 3	Corrélation de Pearson	-,126
	Sig. (bilatérale)	,493
	N	32

Les scores factoriels relatifs au facteur 1 – *L'activité de refinancement et la qualité des partenaires* – sont positivement corrélés avec le choix entre les modèles 1 ou 2, ce qui signifie que ce facteur influence plus le choix des gérants entre le modèle simple ou hybride.

En résumé, l'encadré ci-dessous présente les résultats majeurs de notre analyse factorielle :

Encadré : Les faits marquants de l'analyse factorielle

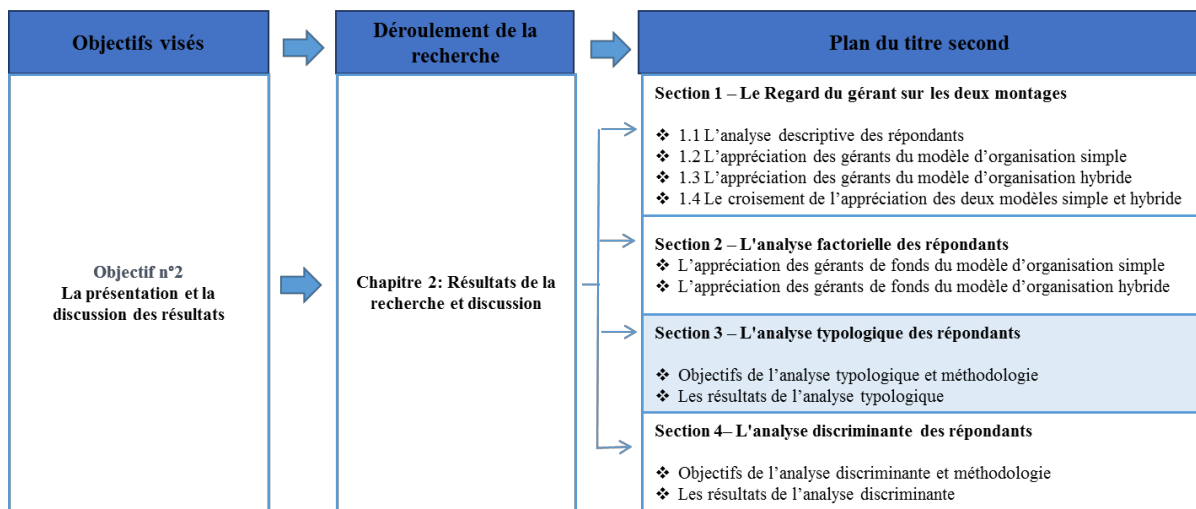
- ❖ Nous avons retenus quatre facteurs dans le modèle organisationnel simple expliquent 79% de la variance expliquée.
- ❖ Nous avons retenus trois facteurs retenus dans le modèle organisationnel hybride expliquent presque 75% de la variance expliquée.
- ❖ Sur l'ensemble des facteurs « les caractéristiques de l'obligation » et « l'activité de refinancement et la qualité des partenaires » sont les facteurs qui influencent le plus le choix des gérants de fonds d'intégrer l'obligation issue des modèles d'organisation simple ou hybride.

En raison de la complexité de notre objet d'étude, l'ACP ne suffit pas donc à identifier des groupes de gérants distincts, ayant des comportements spécifiques ou différenciés dans leurs critères de sélection de produits ISR, qu'ils vont ensuite intégrer ou non dans leurs portefeuilles. De ce fait, après avoir effectué une analyse factorielle de notre échantillon, nous procédons dans la phase suivante à l'approfondissement des résultats obtenus par une analyse typologique qui nous permet de classer les individus selon leurs sensibilités aux deux modèles simple et hybride.

Section 3. L'analyse typologique des répondants

La troisième section du chapitre 2 de notre travail doctoral est dédiée à l'analyse et l'interprétation des résultats de l'analyse typologique des répondants. La figure ci-après présente les objectifs, le déroulement de la recherche et le plan de la section 3.

Figure 56. L'architecture de la 3ème section du chapitre 2



Approfondissement des résultats par analyse typologique

Afin d'approfondir notre étude exploratoire, nous avons réalisé dans un premier temps une analyse factorielle en composantes principales. A titre complémentaire, nous allons tenter de regrouper et caractériser les individus selon leurs caractéristiques et leurs sensibilités par rapport aux deux modèles.

3.1 Objectifs de l'analyse typologique et méthodologie

L'objectif de cette typologie est de classer les individus dans les groupes. En ce sens, les individus qui appartiennent à un même groupe doivent se ressembler et se distinguer des autres individus qui appartiennent aux autres groupes. Le chercheur est cependant libre de choisir les critères qui lui semblent pertinents pour déterminer l'appartenance à un groupe. Dans notre étude, nous avons choisi de réaliser la typologie sur la base de la sensibilité des gérants de fonds par rapport à nos deux modèles, concept clé de notre recherche. En ce sens, la typologie s'est réalisée sur la base des scores factoriels qui sont issus d'analyses en composantes principales.⁶² Ainsi, pour constituer les groupes nous procéderons à une classification hiérarchique ascendante dans le but de fixer le nombre de groupes le plus pertinent.

L'objectif de cette classification hiérarchique ascendante est d'arriver à classer et grouper des individus d'après leur proximité, pour aboutir à un groupe unique. Graphiquement ce processus se matérialise pour donner un arbre de classification appelé « dendrogramme ».

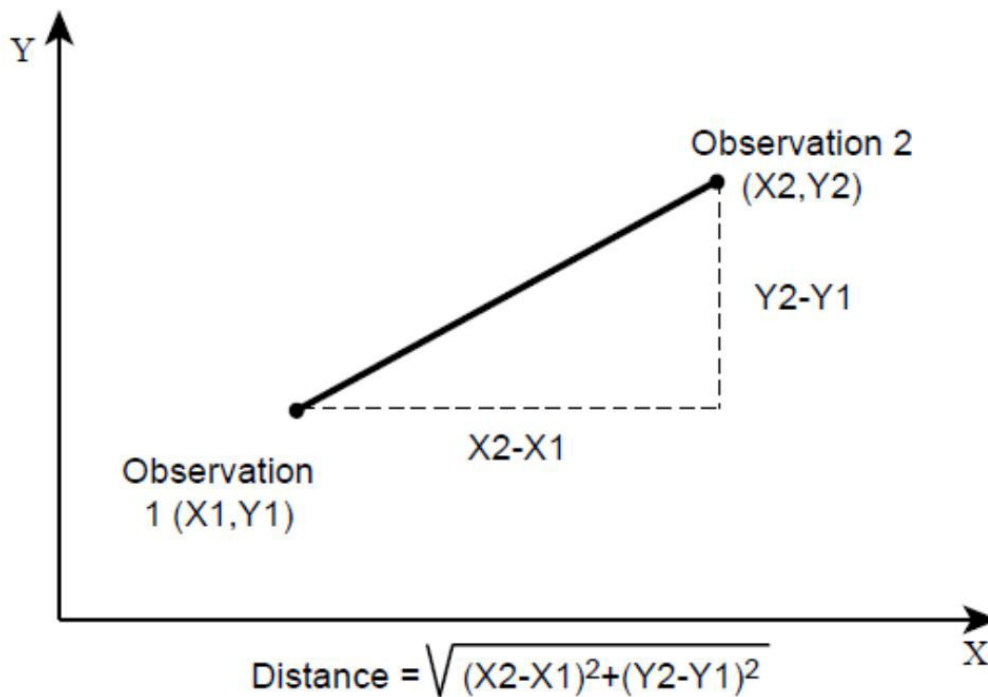
Comme préconisé par les chercheurs Gavard-Perret, Gotteland, Haon et Jolibert (2008, p.229), nous utiliserons les scores factoriels issus de notre analyse factorielle qui est réalisée précédemment pour réaliser la classification. Les auteurs préconisent cette méthode car lorsque des variables sont corrélées entre-elles, cela pourrait influencer les résultats de l'analyse typologique et donc pour que l'ensemble des variables aient un poids équivalent, ils préconisent de faire d'abord une analyse factorielle pour réduire le nombre de variable et ensuite effectuer l'analyse typologique.

⁶² En utilisant la rotation Varimax les axes sont contraints à être indépendants contrairement à la rotation Oblimin (Carricano, Pujol et Bertrandias, 2010).

La mesure de proximité

Comme il existe plusieurs méthodes de classification, il existe aussi plusieurs mesures de proximité selon le type de variables utilisées. Dans le cas où l'analyse typologique concerne des variables qui sont mesurées soit sur des échelles d'intervalle ou de rapport, les indicateurs de distance sont les plus appropriés (Gavard-Perret, Gotteland, Haon et Jolibert, 2008). Ainsi, nous utiliserons le « carré de la distance euclidienne⁶³ » comme mesure de distance.

Figure 57. La distance euclidienne (Carricano, Pujol et Bertrandias, 2010, p.83)

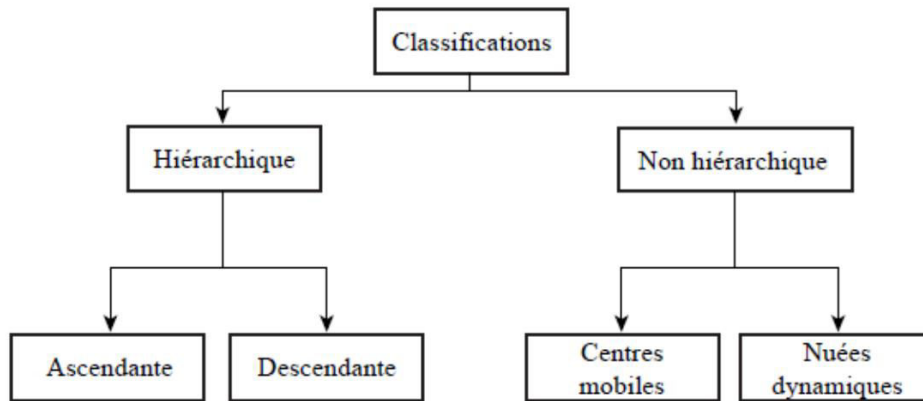


Le choix de la méthode

En raison de la taille de notre échantillon, nous choisirons d'utiliser la classification hiérarchique qui nous semble être le choix le plus adéquat. Contrairement aux méthodes non hiérarchiques, la classification hiérarchique ne requiert pas la détermination au préalable d'un nombre de groupes. Il existe deux méthodes de classification pour la constitution des groupes : les méthodes dites « hiérarchiques » visant à établir une « structure arborescente ascendante » ou « descendante » et, les méthodes dites « non hiérarchiques » visant à constituer les groupes à partir des individus de départ (Carricano, Pujol et Bertrandias, 2010, p.84).

⁶³ C'est la racine carrée de la somme des carrés des différences entre les valeurs de chaque variable.

Figure 58. Les méthodes de classification (Carricano, Pujol et Bertrandias, 2010, p.84)



Les méthodes de classification descendantes permettent de constituer des groupes, en partant de l'ensemble des individus l'ensemble de divise pour obtenir des petits groupes. En revanche, les méthodes de classification ascendantes permettent de constituer des groupes de plus en plus grand d'une manière successive jusqu'au point où l'on obtienne un seul groupe. Ces méthodes ascendantes comprennent plusieurs méthodes d'agrégation principales (le saut minimum, la distance du diamètre, la distance moyenne, la méthode des barycentres, la méthode de Ward). (Malhotra et al., 2007).

Du fait que « la procédure de calcul de Ward semble être la plus précise lorsqu'un indicateur de distance euclidienne est utilisé » (Gavard-Perret, Gotteland, Haon, Jolibert, 2008, p.233), dans notre étude nous utiliserons la classification hiérarchique ascendante pour regrouper les individus en segments selon leurs caractéristiques communes, le carré de la distance euclidienne comme mesure de distance (méthode de Ward) pour constituer les groupes tout en minimisant la variance inter-classe. Celle-ci nous semblait la plus adaptée à notre étude car elle s'applique bien aux petits échantillons.

3.2 Les résultats de l'analyse typologique

Après avoir utilisé SPSS, nous obtenons un dendrogramme regroupant l'ensemble de notre échantillon par groupe. La figure suivante présente les résultats de notre classification hiérarchique ascendante.

Figure 59. Dendrogramme issu de la classification hiérarchique ascendante, selon la méthode de Ward

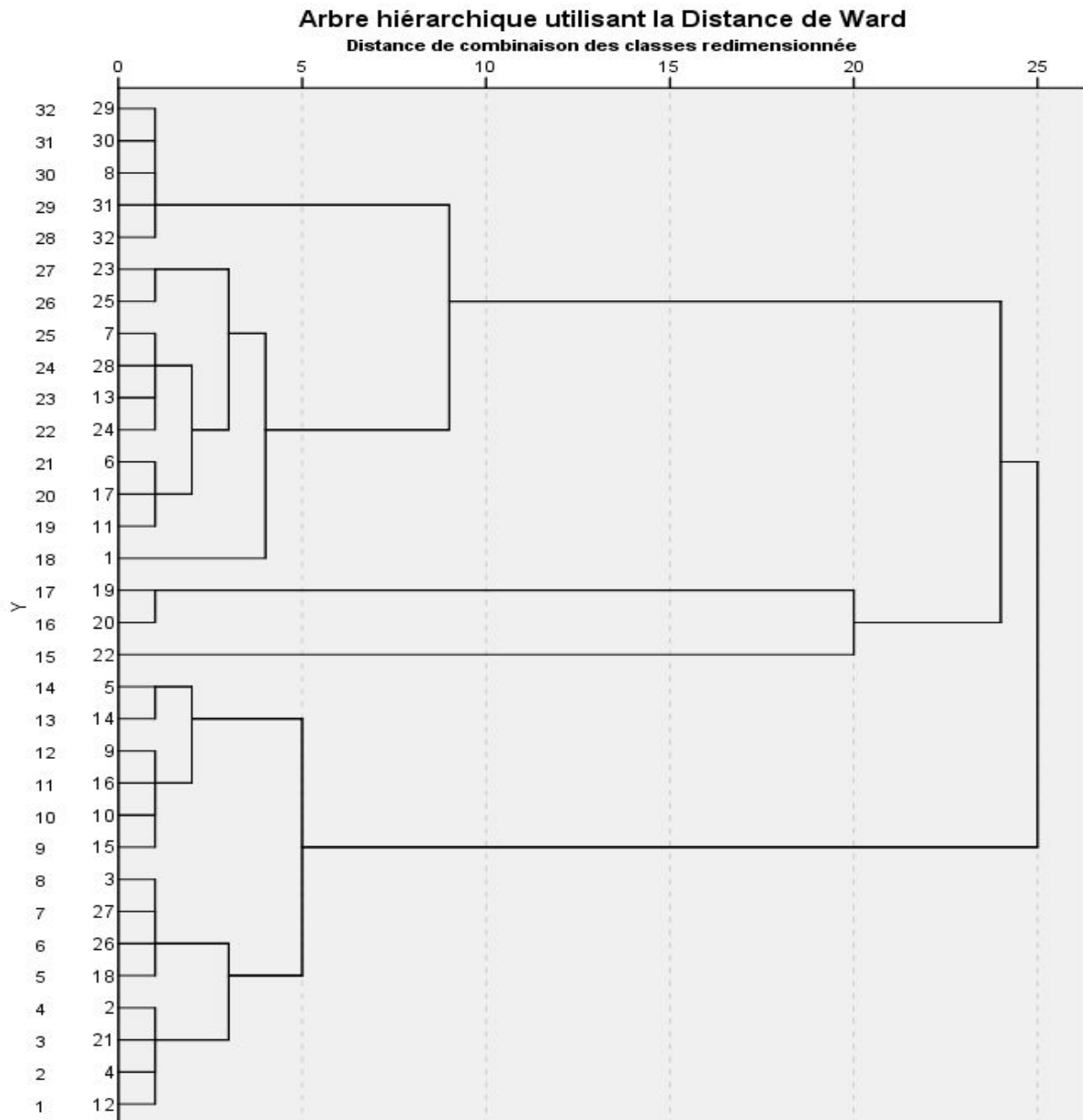


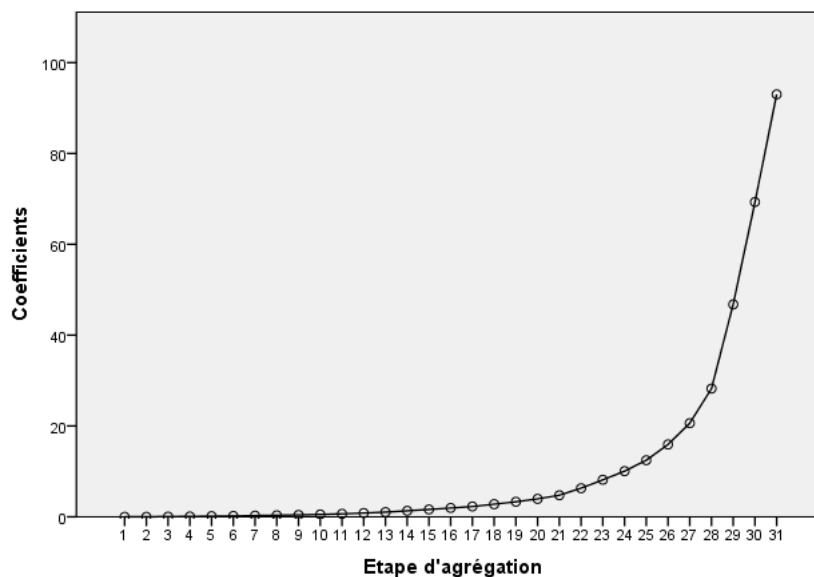
Tableau 16. Chaîne des agrégations (SPSS)

Chaîne des agrégations

Etape	Regroupement de classes		Coefficients	Etape d'apparition de la classe		Etape suivante
	Classe 1	Classe 2		Classe 1	Classe 2	
1	29	30	,000	0	0	15
2	19	20	,000	0	0	29
3	7	28	,030	0	0	18
4	9	16	,075	0	0	16
5	10	15	,128	0	0	16
6	2	21	,187	0	0	20
7	23	25	,248	0	0	25
8	3	27	,327	0	0	11
9	5	14	,415	0	0	22
10	6	17	,510	0	0	21
11	3	26	,643	8	0	14
12	4	12	,832	0	0	20
13	13	24	1,039	0	0	18
14	3	18	1,319	11	0	24
15	8	29	1,616	0	1	17
16	9	10	1,937	4	5	22
17	8	31	2,268	15	0	19
18	7	13	2,778	3	13	23
19	8	32	3,317	17	0	28
20	2	4	3,953	6	12	24
21	6	11	4,746	10	0	23
22	5	9	6,291	9	16	27
23	6	7	8,152	21	18	25
24	2	3	10,052	20	14	27
25	6	23	12,464	23	7	26
26	1	6	15,933	0	25	28
27	2	5	20,607	24	22	31
28	1	8	28,229	26	19	30
29	19	22	46,767	2	0	30
30	1	19	69,302	28	29	31
31	1	2	93,000	30	27	0

Afin de déterminer le nombre de classes à retenir, il est important d'observer le dendrogramme et la chaîne des agrégations. La colonne « coefficients » du tableau précédent permet de voir les augmentations successives de la somme des « carrés intra-classes » et d'être pertinent dans la détermination des classes.

Figure 60. La représentation graphique de l'évolution des coefficients



Les coefficients augmentent progressivement jusqu'à l'étape 28, ensuite il y a trois accélérations successives. En observant le dendrogramme, nous pouvons visualiser les sauts correspondant à des variations de l'indice de fusion entre les groupes. Une variation brusque de cet indice indique que les groupes deviennent trop hétérogènes. En appliquant cette logique, il nous semble pertinent de retenir trois classes.

Tableau 17. Les classes retenues après l'analyse typologique

Classes	Nombre	Individus
1	15	29, 30, 8, 31, 32, 23, 25, 7, 28, 13, 24, 6, 17, 11, 1
2	3	19, 20, 22
3	14	5, 14, 9, 16, 10, 15, 3, 27, 26, 18, 2, 21, 4, 12

Pour classer les individus à partir de leurs appréciations des deux modèles d'organisation simple et hybride, il est important de faire un retour aux variables d'origine. De ce fait, revenir sur les

réponses aux questions initiales nous permettra d'identifier des points de vue spécifiques à chaque groupe.

En effet, d'après les préconisations des chercheurs, pour améliorer la compréhension de notre typologie nous nous appuyons sur les variables utilisées auparavant pour l'ACP. « Il faut, pour trouver la signification pratiques des types, revenir aux variables initiales » (Evrard, Pras, Roux, 2003, p.129).

Tableau 18. Moyennes des réponses des groupes relatives aux variables utilisées lors de l'ACP (1. Pas du tout d'accord à 5. Tout à fait d'accord)

Variables	[La relation désintermédiée entre le gestionnaire et l'émetteur]	[La microfinance en tant que classe d'actifs ISR]	[Les contraintes réglementaires du fonds]	[L'utilisation de la plateforme de microfinance]	[La titrisation]	[La traçabilité des investissements]	[Les garanties accompagnant l'émission]	[La qualité de notation extra-financière externe]	[La qualité de notation extra-financière interne]	[La liquidité du marché]	[La notoriété et la qualité de l'institut de microfinance]
Groupes											
	2,27	2,60	4,80	2,73	3,13	3,93	3,93	3,53	3,93	3,87	3,33
	3,00	4,00	3,79	4,00	3,79	4,50	4,57	4,36	4,57	4,36	4,50
	3,00	3,00	1,67	1,00	2,33	2,00	3,67	1,67	1,67	2,33	2,33
Total	2,66	3,25	4,06	3,12	3,34	4,00	4,19	3,72	4,00	3,94	3,75

Ce tableau représente la moyenne des réponses des groupes en fonction des variables utilisées lors de l'ACP, que nous commenterons en détail lors de l'interprétation des résultats.

Le choix d'intégrer l'une ou l'autre obligation dans un fonds pour les trois groupes est influencé fortement par quatre variables : les garanties accompagnant l'émission (moyenne totale de 4.19), ensuite les contraintes réglementaires du fonds (moyenne totale de 4.06) et enfin la traçabilité et la notation extra-financière interne avec une moyenne équivalente (de 4.0).

Par rapport au premier groupe qui comprend 15 gérants, les gérants de ce groupe accordent beaucoup d'importance aux contraintes réglementaires du fonds dans leurs choix de sélection des produits.

Le deuxième groupe comprend 3 gérants. Les gérants de ce groupe accordent beaucoup d'importance aux critères de notation extra-financière et à la traçabilité.

Le troisième groupe comprend 14 gérants. Les gérants de ce groupe accordent beaucoup d'importance à l'activité de refinancement de l'obligation.

Nous avons tenté de regrouper et de caractériser les individus selon leurs caractéristiques et leurs sensibilités par rapport aux deux modèles dans notre analyse typologique. En résumé, l'encadré ci-dessous présente les résultats majeurs de notre analyse typologique :

Encadré : Les faits marquants de l'analyse typologique

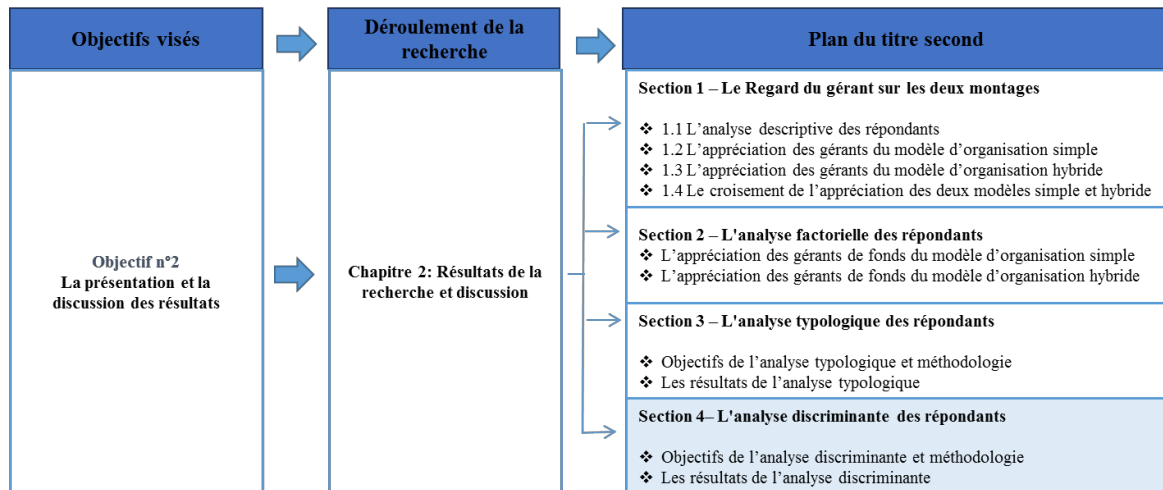
- ❖ Nous avons retenus 3 groupes de gérants :
- ❖ Le premier groupe de **15 gérants** accordent beaucoup d'importance aux critères liés aux **contraintes réglementaire, de liquidité et de traçabilité**.
- ❖ Le deuxième groupe de **14 gérants** accordent beaucoup d'importance aux critères de **la communication extra-financière et longueur de cycle de production d'une obligation**.
- ❖ Le troisième groupe de **3 gérants**. Les gérants de ce groupe accordent beaucoup d'importance à **l'activité de refinancement et la qualité des partenaires**.

Après avoir caractérisé les deux modèles, caractérisé les individus, nous allons à présent, procéder à une analyse discriminante et vérifier la qualité de la classification précédente. Nous cherchons à comprendre qu'est-ce qui différencie les individus dans leur perception des deux modèles simple et hybride?

Section 4. L'analyse discriminante des répondants

La quatrième section du chapitre 2 de notre travail doctoral est dédiée à l'analyse et l'interprétation des résultats de l'analyse discriminante des répondants. La figure ci-après présente les objectifs, le déroulement de la recherche et le plan de la section 4.

Figure 61. L'architecture de la 4ème section du chapitre 2



L'analyse discriminante

4.1 Objectifs de l'analyse discriminante et méthodologie

L'analyse discriminante vise à étudier les relations entre une appartenance à un groupe et un ensemble de variables quantitatives explicatives. Elle est utilisée⁶⁴ pour : déterminer les variables explicatives permettant d'expliquer l'appartenance à un ou plusieurs groupes ; ou prédire l'appartenance à un groupe dont on connaît les scores des variables explicatives. Pour pouvoir effectuer une analyse discriminante, certaines conditions doivent être respectées :

La variable à expliquer est non-métrique. Cette condition est respectée par ce que la variable à expliquer est nominale, il s'agit dans notre cas de l'appartenance à un groupe.

Les variables explicatives sont métriques. Cette condition est également respectée dans notre étude.

La distribution doit être normale, et idéalement multi-normale des variables explicatives. Cette condition est également respectée dans notre étude.

Les matrices de variance-covariances des variables explicatives ne doivent pas être significativement différentes d'un groupe à l'autre. Afin de vérifier cette condition, nous effectuons un test de Box.

⁶⁴ Market, Etudes et recherches en marketing, Evrard, Prass, Roux (2003, p.522)

4.2 Les résultats de l'analyse discriminante

Tableau 19. Test de Box

Test d'égalité des matrices de covariance de
Box^a

M de Box	26,890
D	3,847
ddl1	6
ddl2	2088,714
Sig.	,001

Ensuite, il faut vérifier que les variables soient bien discriminantes. Après le tableau ANOVA qui nous a donné une première indication, le lambda de Wilks nous donne une indication complémentaire. Ce lambda de Wilks teste la relation entre les différentes variables à expliquer et les variables explicatives et, indique la part de variance totale sur un axe qui est due à la variance interclasse. Plus précisément, ce test statistique compare plusieurs moyennes et mesure la part d'inertie interclasse de l'inertie totale. Plus ce dernier est proche de 1, plus le pouvoir discriminant de l'axe est fort.

Tableau 20. Lambda de Wilks

Test de la ou des fonctions	Lambda de Wilks	Khi-deux	ddl	Signification
de 1 à 2	,061	78,199	6	,000
2	,313	32,539	2	,000

Le test de Wilks est significatif. La valeur de Lambda de Wilks indique qu'il y a une différence significative entre les groupes, ainsi qu'une variance intergroupe forte. Ainsi, F1 représente 65.2% de la variance et F2 représente 34.8% de la variance.

Tableau 21. Valeurs propres

Fonction	Valeur propre	% de la variance	% cumulé	Corrélation canonique
1	4,108 ^a	65,2	65,2	,897
2	2,197 ^a	34,8	100,0	,829

Cependant, par rapport à notre objectif nous cherchons à déterminer les variables qui contribuent à différencier les classes et nous observons la matrice de structure. La matrice de structure indique qu'il y a une forte corrélation entre la fonction 1 (F1) et le facteur 2. Elle indique aussi qu'il y a une forte corrélation entre la fonction 2 (F2) et le facteur 3, ainsi qu'une corrélation négative avec le facteur 1.

Tableau 22. Matrice de structure

	Fonction	
	1	2
REGR factor score 2 for analysis 6	,661*	-,049
REGR factor score 3 for analysis 6	,193	,655*
REGR factor score 1 for analysis 6	,181	-,399*

Pour compléter notre analyse les tableaux suivants nous permettent de discriminer les groupes par rapport aux deux fonctions F1 et F2.

Tableau 23. Fonctions aux barycentres des groupes

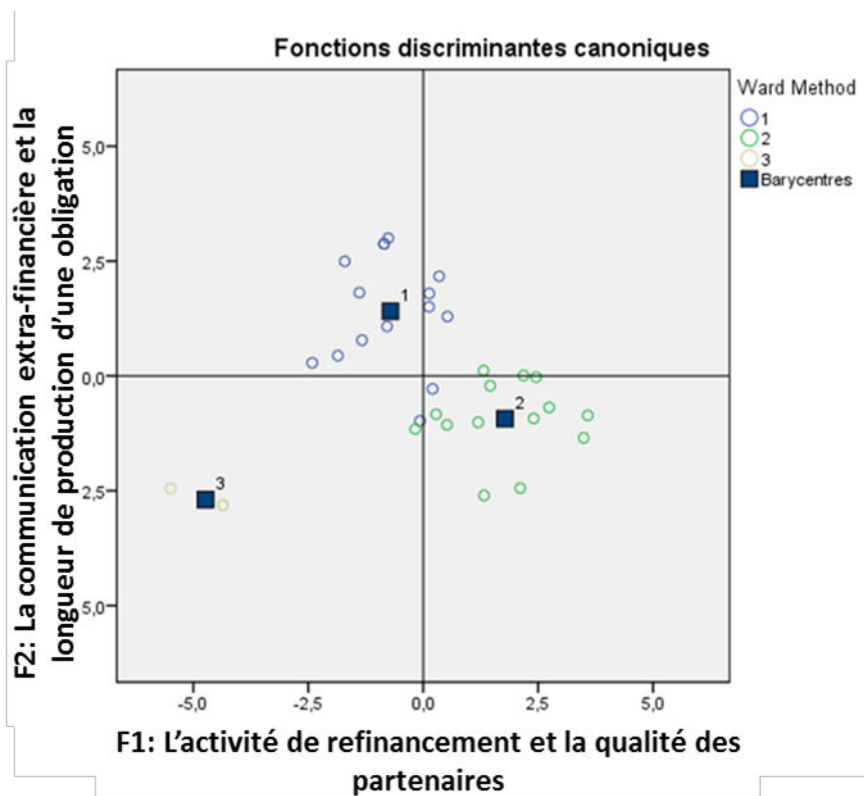
Ward Method	Fonction	
	1	2
1	-,712	1,409
2	1,778	-,933
3	-4,736	-2,692

D'après le tableau des fonctions le groupe 1, le choix des gérants d'intégrer l'une des obligations issues des deux modèles d'organisation est influencé positivement par le facteur 2 qui correspond à « la communication extra-financière et la longueur de cycle de production d'une obligation ». Le choix des gérants du groupe 2 d'intégrer l'une des obligations issues des deux modèles d'organisation est influencé positivement par le facteur 1 qui correspond à « l'activité de refinancement et la qualité des partenaires ». Enfin, le choix des gérants d'intégrer l'une des obligations issues des deux modèles d'organisation est influencé négativement par les deux facteurs 1 et 2. Nous procédons ensuite au classement des individus.

Tableau 24. Résultats du classement

		Ward Method	Classe(s) d'affectation prévue(s)			Total
			1	2	3	
Original	Effectif	1	13	2	0	15
		2	0	14	0	14
		3	0	0	3	3
	%	1	86,7	13,3	,0	100,0
		2	,0	100,0	,0	100,0
		3	,0	,0	100,0	100,0
Validé-croisé ^b	Effectif	1	13	2	0	15
		2	0	14	0	14
		3	0	0	3	3
	%	1	86,7	13,3	,0	100,0
		2	,0	100,0	,0	100,0
		3	,0	,0	100,0	100,0

Figure 62. Fonctions discriminantes canoniques



Les tableaux ci-dessus résument les caractéristiques des trois groupes qui sont identifiés et dont nous cherchons à mieux caractériser les profils. L'analyse discriminante a permis de valider la classification dans un premier temps.

Dans un deuxième temps, pour approfondir notre compréhension par rapport à l'appartenance à un groupe, nous procédons à un tri-croisé.

Tableau 25. Tri croisé entre l'appartenance à une classe et le choix du modèle

Tableau croisé

			Ward Method			Total
			1	2	3	
Choix de mode d'orga	ESG directe	Effectif	14	11	2	27
		% compris dans Ward Method	93,3%	78,6%	66,7%	84,4%
	ESG partenariale	Effectif	1	3	1	5
		% compris dans Ward Method	6,7%	21,4%	33,3%	15,6%
Total		Effectif	15	14	3	32
		% compris dans Ward Method	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

Le tableau ci-dessus démontre que sur l'ensemble des gérants du groupe 1 : 14 gérants ont choisi le modèle d'organisation simple et 1 gérant a choisi le modèle d'organisation hybride. ; Le groupe 2 : 11 gérants ayant choisi le modèle simple et 3 gérants ayant choisi le modèle hybride ; et enfin, le groupe 3 : 2 gérants ayant choisi le modèle simple et 1 gérant ayant choisi le modèle hybride. Nous procédons ensuite à un autre tri croisé entre l'appartenance à l'une des trois classes et le choix d'une émission d'obligation ponctuelle ou une préférence pour un marché plus liquide.

Tableau 26. Tri croisé entre l'appartenance à une classe et le choix entre Ponctualité Vs Liquidité

Tableau croisé

			Ward Method			Total
			1	2	3	
D'après votre point de vue, seriez-vous plutôt intéressés par	ESG ponctuelles	Effectif	1	6	0	7
		% compris dans Ward Method	6,7%	42,9%	0,0%	21,9%
	Marchés permanents	Effectif	14	8	3	25
		% compris dans Ward Method	93,3%	57,1%	100,0%	78,1%
Total		Effectif	15	14	3	32
		% compris dans Ward Method	100,0%	100,0%	100,0%	100,0%

D'après ce tableau, dans le groupe 1 : 1 gérant a fait le choix de la ponctualité contre 14 gérants qui ont fait le choix d'un marché permanent d'obligations ESG ; le groupe 2 : 6 gérants ayant fait le choix de la ponctualité contre 8 gérants ayant fait le choix de la permanence ; et enfin, le groupe 3 : les 3 gérants dans ce groupe ont unanimement choisi la permanence.

Pour conclure cette partie, nous présentons dans l'encadré qui suit une synthèse de notre analyse discriminante.

Encadré : Les faits marquants

- ❖ L'analyse discriminante a permis de valider la classification.
- ❖ Le groupe 1 comprend 15 gérants de fonds qui accordent beaucoup d'importance à **la communication extra-financière et la longueur de cycle de production d'une obligation.**
- ❖ Le groupe 2 comprend 14 gérants de fonds. Ces gérants accordent beaucoup d'importance à **l'activité de refinancement et à la qualité des partenaires.**
- ❖ Le groupe 3 comprend 3 gérants de fonds. Ce groupe de gérants accorde beaucoup d'importance quant à lui à **la traçabilité et aux contraintes réglementaires et de liquidité.**
- ❖ Sur l'ensemble des gérants du **groupe 1**, 14 gérants ont choisi le modèle simple et 1 gérant a choisi le modèle hybride. ; Le **groupe 2** : 11 gérants ont choisi le modèle simple et 3 gérants le modèle hybride ; et enfin, le **groupe 3** : 2 gérants ont choisi le modèle simple et 1 gérant a choisi le modèle hybride.
- ❖ Sur l'ensemble des gérants du **groupe 1** : 1 gérant a fait le choix de la ponctualité contre 14 gérants qui ont fait le choix d'un marché permanent d'obligations ESG ; le **groupe 2** : 6 gérants ayant fait le choix de la ponctualité contre 8 gérants ayant fait le choix de la permanence ; et enfin, le **groupe 3** : les 3 gérants dans ce groupe ont unanimement fait le choix de la permanence.

Discussion des résultats

Pour conclure notre chapitre, nous procédons à une discussion des résultats. La discussion se fera en deux parties. Dans la première partie, nous discutons les résultats à partir d'un retour à la théorie des coûts de transaction pour approfondir la compréhension des modèles organisationnels. Dans la deuxième partie, nous portons un recul sur le gérant de fonds comme participant au processus d'hybridation dans les deux modèles.

1. Retour sur la théorie des coûts de transaction

Nous avons mobilisé la théorie des coûts de transaction, pour étudier les arrangements organisationnels simples et complexes pouvant mobiliser différents acteurs avec un même objectif final, qui est de mobiliser des ressources financières pour faire de l'investissement socialement responsable.

Dans le modèle organisationnel simple, la théorie des coûts de transaction fait référence à un mode d'organisation « marché organisé » permettant à l'entreprise émettrice d'organiser le flux de transactions des sociétés de gestion vers le projet social.

Dans le modèle organisationnel hybride, la théorie des coûts de transaction fournit un cadre très riche pour comprendre ces différents arrangements organisationnels, désignées comme des formes hybrides en les situant entre le marché et la hiérarchie. Mais pourtant, cette théorie ne permet pas de caractériser complètement toutes les nouvelles formes d'organisation. Cette limite est soulignée aussi par d'autres chercheurs (Granovetter, 2005 ; Ménard, 2012).

Dans un premier temps, nous analyserons les attributs de la transaction « en tant que déterminants des coûts de transaction » (Ghertman, 2003). Trois caractéristiques caractérisent une transaction : l'incertitude affectant la transaction, la fréquence à laquelle elle intervient et le degré de spécificité des actifs dans la transaction (Williamson, 1985 ; Ménard, 1997).

Par rapport à l'attribut « fréquence », l'arrangement organisationnel simple propose une émission d'obligation ESG ponctuelle. Le deuxième attribut est liée à la spécificité des actifs qui est un concept particulièrement important qui influence les coûts de transaction (Williamson, 1985 ; Ghertman, 1994). La spécificité de ce modèle d'organisation est une spécificité produit lié aux caractéristiques ESG de l'obligation ESG. Le troisième attribut est

lié au degré d'incertitude. En revanche, l'arrangement organisationnel hybride partenarial propose une émission d'obligation microfinance récurrente, la spécificité des actifs est une spécificité organisationnelle et enfin l'incertitude pouvant être interne et externe (légale, réglementaire, fiscale, concurrentielle).

Le tableau suivant résume notre synthèse concernant la comparaison des deux modèles :

Caractéristiques des modèles	Modèle simple	Modèle hybride
Contrat	Néo-classique	Contrat personnalisé
organisation	Organisation unilatérale	Organisation multilatérale
Fréquence	Ponctualité (occasionnelle)	Liquidité (récurrente)
Spécificité des actifs	Spécificité produit	Spécificité organisationnelle
L'incertitude	Asymétrie d'information faible	Asymétrie d'information forte
Type de gouvernance	Marché organisé	Gouvernance bilatérale

Un processus d'hybridation compliquée

L'étude des modes organisationnels permet de comprendre les arrangements organisationnels qui ont abouti à émettre une obligation ESG à destination d'investisseurs socialement responsables. Les arrangements organisationnels étudiés permettent d'étudier les différentes pratiques RSE pouvant ouvrir la voie à une abondance de ressources vers l'économie sociale et solidaire. Ce type de pratiques permet la réconciliation de deux mondes opposés, d'un côté la sphère économique et de l'autre côté la sphère financière pour servir des projets à vocation sociale et solidaire.

L'analyse des cas étudiés nous a permis de comprendre les dynamiques autour des arrangements organisationnels avec un objectif social. Ainsi, l'étude de la perception des gérants des deux mécanismes différenciés d'économie sociale et solidaire démontre qu'il y a une plus grande appétence de l'obligation directe que l'obligation partenariale microfinance.

En effet, l'arrangement organisationnel simple d'Air Liquide qui a abouti à émettre une obligation ESG a permis à Air Liquide de réussir son opération et de proposer un produit ESG qui a de l'appétence pour les sociétés de gestion. Les sociétés de gestion qui ont suivi ont opté pour un produit ESG respectant des critères extra-financiers qui le qualifie comme étant ESG et ainsi, elles jouent le rôle de l'intermédiaire responsable de l'imbrication entre les deux sphères financière et sociale. L'arrangement organisationnel propose une émission obligataire ponctuelle avec un objet social qui est celui de flécher les fonds vers des projets liés à la santé. Dans ce schéma Air Liquide joue un double rôle, en se positionnant comme étant l'émetteur et l'acteur qui fait la RSE en fléchant les fonds vers les projets de santé.

Pour monter ces pratiques RSE, Air Liquide a fait appel à l'agence de notation extra-financière pour son reporting extra-financier et aux sociétés de gestion pour construire l'obligation ESG qui sera ensuite intégrée dans leurs fonds ESG et proposés à leurs investisseurs désirant intégrer une dimension sociale dans leurs critères de sélection. L'opération a réalisé un grand succès auprès des investisseurs ESG et ainsi, Air Liquide a réussi à attirer de nouveaux investisseurs responsables en leur proposant cette obligation.

En revanche, l'arrangement organisationnel partenarial de Microfis qui a abouti à émettre la première obligation partenariale microfinance et solidaire a été un échec. Néanmoins, en étudiant cet arrangement et en le comparant avec l'arrangement organisationnel d'Air Liquide cela nous donne l'opportunité de comprendre les raisons de la réussite de l'un et de l'échec de l'autre. Les résultats serviront à nourrir la réflexion autour du développement de marché financier inclusif (Cadiou, Moussavou, 2016), et des débats autour du défi de la microfinance autour de la réconciliation des deux logiques financière et sociale (Battilana et Dorado, 2010 ; Battilana et Lee, 2014).

Dans cet arrangement organisationnel, à la différence d'Air Liquide, c'est l'institut de microfinance qui fait de la RSE en permettant à des entrepreneurs en difficulté d'accès au financement. Pour octroyer des microcrédits aux entrepreneurs en difficulté, l'institut de microfinance a souhaité diversifié ses sources de financement et s'est tourné vers le marché financier pour se rapprocher des investisseurs voulant intégrer des dimensions sociales dans leurs critères d'investissement. Cet arrangement organisationnel propose la particularité de l'inclusion financière par titrisation pour apporter des ressources suffisantes et abondantes vers l'activité de microcrédit. Ainsi, la contrainte réglementaire qui limite les gestionnaires à la prise en compte des actifs de microfinance ne pouvant pas dépasser 10% tombe et il devient

possible de recycler l'obligation microfinance dans les fonds socialement responsables. Ce mécanisme vise à construire une relation stable entre la finance responsable et la finance solidaire et, ouvre la voie à de futures perspectives en matière de diversification des voies de financement des instituts de microfinance (Cadiou, Moussavou, 2016).

L'arrangement organisationnel de Microfis, plateforme B to B, à l'origine de la titrisation avait comme objectif de « créer l'embryon d'une future bourse de microfinance et un lieu d'échange pour tous les investisseurs en microfinance au monde » (C. Parant, 2013). En positionnant l'obligation microfinance comme un actif socialement responsable, la finalité est de créer une nouvelle d'actifs microfinance, proposer un financement alternatif à l'institut de microfinance lui permettant d'avoir plus de liquidité et un placement combinant une double logique financière et sociale pour l'investisseur.

Malgré l'échec de cette initiative envers l'ouverture d'une voie partenariale inclusive (Cadiou, 2012), l'arrangement organisationnel hybride qui a abouti à émettre cette obligation microfinance est très intéressant à étudier et en comprendre les différentes logiques. Plusieurs raisons tentent d'expliquer l'échec de l'opération et méritent d'être soulevées :

Le contexte de l'émission obligataire microfinance. En effet, l'émission obligataire arrive juste après la crise des subprimes d'où la prudence des investisseurs pour la titrisation. Les problèmes de traçabilité et d'asymétrie d'information soulevés par les gérants. La spécificité organisationnelle du modèle de Microfis qui constitue une innovation organisationnelle. Le non partage de risques entre tous les partenaires. Le risque de « hold up » qui signifie le risque de rente générée par l'arrangement hybride (Klein et al., 1978). En effet, le problème résulte de la spécificité de l'arrangement et de la difficulté d'estimer ex ante les contributions des partenaires (Ménard, 1997). D'après le Président de Microfis la cause principale de l'échec est un supposé manque de souplesse des gestionnaires d'actifs ISR qui n'ont pas laissé la place à la microfinance en tant que nouvelle classe d'actifs (C. Parant, 2011).

En effet, la société de gestion joue le rôle principal de l'imbrication entre la sphère financière et la sphère sociale, en organisant le transfert de liquidité à partir de la transformation des actifs de l'institut de microfinance en obligation microfinance, pour ensuite la mettre à disposition de ses clients investisseurs. La transformation des actifs en obligation microfinance passe par un fonds commun de titrisation créé à cet effet.

Les résultats de notre étude quantitative révèlent que le niveau de confiance global dans le modèle simple est largement supérieur au niveau de confiance global dans le modèle hybride. Le niveau de confiance dans le modèle simple se situe entre « **confiance** » et « **tout à fait confiance** » alors que dans le modèle hybride entre « **plutôt confiance** » et « **plutôt pas confiance** ». Les gérants de fonds perçoivent ainsi le modèle simple comme un modèle plus transparent, plus simple et où il y a plus de traçabilité avec moins d'acteurs et moins de risques. Ces gérants perçoivent le modèle hybride comme modèle plus complexe, moins transparent, avec plus d'acteurs, plus de risque et plus d'asymétrie d'information.

Sur l'ensemble de notre échantillon, le niveau de confiance dans le modèle simple ou hybride est influencé principalement par les variables suivantes : le **projet social lié à l'allocation des fonds, les garanties accompagnant l'émission d'obligataire**.

Le niveau de perception des risques dans le modèle hybride est plus élevé. Les deux risques qui sont perçus d'une manière plus élevée sont le risque lié à l'asymétrie d'information et le risque de traçabilité.

Sur les 32 gérants, 27 ont choisi d'intégrer l'obligation ESG simple dans leurs fonds ISR, contre 5 gérants qui ont choisi l'obligation partenariale ESG microfinance. Néanmoins, même si les gérants ayant choisi l'obligation ESG microfinance, 3 gérants sur 5 affichent un niveau de confiance plus élevé dans le modèle simple que dans le modèle hybride. Le tableau ci-après sont illustrés et présentés les « verbatim » des gérants de portefeuille qui expliquent les raisons de leurs choix. Quant au choix de d'un marché ESG ponctuelle par rapport à un marché ESG permanent, 25 gérants contre 7 ont opté en faveur du choix d'un marché permanent de produits d'obligataires ESG.

Figure 63. Les verbatim relatifs à la perception des gérants des deux modèles

Choix du modèle	Verbatim illustratifs
1	« Moins d'intermédiaires. Plus de lisibilité dans les investissements. Un cadre juridique précis et déjà existant ainsi qu'une plus grande liquidité »
1	« Analyse plus simple, moins d'acteurs »
1	« Schéma plus cohérent, plus approprié »
2	« En réalité ce n'est pas le mode d'organisation qui domine le choix mais la raison sociale, l'objet final. Dans le cas de Sèche, nous n'avons aucune certitude que les fonds serviront à financer des actions « RSE » alors que dans la deuxième émission c'est l'objectif premier de l'obligation. Le mode d'organisation de l'émission ne joue pas »
1	« Plus de transparence sur le suivi des fonds, moins d'intermédiaire, rapport de confiance »
1	« Système qui a déjà fait ses preuves, possibilité d'avoir un reporting dédié à l'obligation responsable : de savoir ce qui a été réellement financé par l'acquisition de l'obligation. Existence d'un tiers externe qui valide l'objet social de l'obligation »
1	« Nos fonds peuvent investir dans des obligations <u>corporate</u> mais ne peuvent pas investir dans des émissions organisées (contraintes réglementaires) »
1	« Lisibilité de l'émetteur, facilité d'accès, liberté de revendre à tout moment »
1	« Moins compliquée à mettre en œuvre bien qu'il faille pleinement s'assurer de la capacité de la société émettrice à utiliser correctement les fonds récoltés »
1	« Schéma plus claire ; pas de titrisation ; plus facile d'audit les impacts ; plus gros en taille, plus liquide ; Il existe des fonds de IMF que l'on peut financer directement »
1	« En prérequis, il faut que la forme juridique de l'obligation soit telle qu'il n'y a pas de problème réglementaire pour investir dans un OPCVM classique. Ensuite, ce qui compte avant tout c'est l'entreprise et le projet. Que la gouvernance soit la plus classique possible »
2	« Dilution du risque en cas de défaut (sous réserve des clauses non connues au stade actuel de la proposition) »
1	Analyse plus simple, moins d'acteurs
2	« Plus d'intermédiaires donc réduction du risque »
1	« Moins complexe »
1	« plus de traçabilité »
1	« Schéma plus simple et plus sécurisant pour l'investisseur »
1	« Plus simple, plus de traçabilité pour l'investisseur »
2	« Conviction que la microfinance rend beaucoup de services, entre autres permettre aux gens sans moyens d'échapper aux usuriers »
1	« Plus simple, plus cohérent »
1	« Analyse plus simple, plus de liquidité »
1	« Moins de risque »
1	« Analyse plus simple »
1	« Pas de contrainte »
1	« Possibilité d'intégrer le produit dans les fonds ESG »
1	« Contraintes réglementaires »

(1 : Simple ; 2 : Hybride)

Figure 64. Les verbatim relatifs à la perception des gérants du modèle simple

Choix du modèle	Verbatim illustratifs	
	Avantages	Inconvénients
1	«Analyse isolée plus aisée à conduire »	« aucun »
1	« simplicité et transparence » ; « moins d'acteurs, possibilité d'intégrer dans nos fonds ; « obligation ISR »	« attention au lien des émetteurs avec les banques arrangeuses/ notations extra financières »
1	« plus de transparence, plus clair » ; « conditions financières identiques aux émissions classiques »	« Marché peu profond, beaucoup d'émetteurs supranationaux ou agences avec des rating AAA qui donc offrent un très faible rendement »
1	« Nécessite d'analyser les politiques RSE de la société car il n'y a pas de fléchage des flux »	« Manque d'exigence dans l'élaboration des critères des projets »
1	« transparence et confiance »	« indépendance de l'audit »
1	« Même condition d'émission qu'une obligation classique (prix, recours, maturité) avec un objet RSE affiché. Existence de référentiel internationaux (ex. Green bonds Principles) »	« Le rapport de conflit d'intérêt » ; « possibilité de conflit d'intérêt » ; « ça peut permettre de se donner un vernis ESG sans vraiment l'être »
1	« Financement de la Transition Energétique, traçabilité et fléchage des fonds. Sensibilisation des gérants de fonds, conditions financières identiques aux émissions classiques »	« Tout repose sur la crédibilité de l'émetteur (comme dans toutes les obligations classiques) »
1	« En ligne avec l'objet d'un fonds placement ISR ouvert au public. Connaissance meilleure du projet d'investissement de l'entreprise. visibilité »	« Utilisation peut-être moins efficiente des fonds, transparence sur leur usage peut-être moindre, partage des bénéfices potentiellement moins équitable »
1	« Moins compliqué, plus direct »	« aucun »
1	« Liquidité ; impact ; fongibilité avec d'autres émissions »	« Pas forcément une bonne transparence sur la finalité de l'emprunt »
1	« Simplicité et transparence »	« aucun »
1	« Dans la mesure où la notion de rendement/risque – Garantie d'émetteur est connue cela peut aller d'un non intérêt affirmé à un intérêt effectif. Il y a beaucoup d'inconnues sur l'organisation pour que je puisse me prononcer avec efficience »	« Pas de structuration du marché et donc pas de standard qui nuisent au développement. Chaque émetteur est libre de publier ces propres indicateurs »
1	« Développement du marché obligataire avec une meilleure prise en compte de porteur de dettes et donc d'un meilleur dialogue. La transparence des projets répond à une attente de certains investisseurs soucieux de la traçabilité de leurs investissements. Approche classique permettant un développement de ce marché (liquidité des titres) »	« Vous parlez de l'émission par une seule entreprise. Comme vous n'êtes pas sans l'ignorer, la qualité de l'émetteur est primordiale pour apprécier le risque et en conséquence l'intérêt de prendre en compte l'émission pour des investissements. En plus de cet aspect, le taux de rendement proposé et la devise de référence d'émission (et par voie de conséquence son remboursement) sont déterminant »
1	« L'organisation peut faire la preuve pour être très efficace, mais elle dépend vraiment de la (fiabilité) des personnalités derrière l'ensemble du projet »	
1	« Proximité entre émetteur et investisseur »	
1	« Simplicité » ; « circuit simple, plus de transparence »	
1	« mode d'organisation simple » ; « plus transparent »	
1	« Circuit simple et transparent »	
1	« pas beaucoup : ça sent le greenwashing. toute l'organisation doit pouvoir être présentable d'un point de vue ESG »	
1	« Plus transparent, mêmes conditions qu'une émission classique »	
1	« plus de transparence » ; « analyse plus simple »	

(1 : Simple ; 2 : Hybride)

Figure 65. Les verbatim relatifs à la perception des gérants du modèle hybride

Choix du modèle	Verbatim	
	Avantages	Inconvénients
2	« partage de risque »	« trop d'acteurs »
2	« diversification de risques »	« trop d'intermédiaires »
2	« Le refinancement des IMF »	« Complexité du montage »
2	« la finance solidaire, le partage de risque entre les partenaires »	« Trop d'acteurs, manque de transparence »
2	« L'objet social est directement assimilable à l'objet du fonds ISR »	« risque de traçabilité, trop d'acteurs, risque asymétrie d'information »
2	« Objet microfinance identifié et géré par un organisme réputé. Offre de nouveaux moyens de financement et d'accès au marché pour les institutions le nécessitant »	« Manque de transparence sur le fonctionnement, manque de visibilité sur l'ampleur et l'impact de ces mécanismes » ; « manque de liquidité »
2	« Financement concret, circuit court. Sensibilisation des gérants, traçabilité des fonds employés »	« compliqué » ; « Trop compliqué » ; « La complexité de l'organisation » ; « souci de traçabilité et conflits d'intérêts »
2	« Diversification des projets et donc des risques. Possibilité d'une approche régionale et progressive dans le temps »	« Institution de microfinance bien gérées, rentables, matures et solides avec un fort engagement dans le domaine de la microfinance, Tiers 2 Institutions de microfinance prometteuses et croissantes »
2	« Professionnels/Experts en charge des sujets : meilleure traçabilité, moins de conflits d'intérêts, potentiellement meilleure attribution des fonds et partage des bénéfices. A priori donc plus confiance. »	« Complexe, traçabilité rendue compliquée cette fois non par manque de transparence/structuration mais due à la complexité de la chaîne de valeur (nombre important d'intermédiaires) + potentiellement perte de valeur (partage à l'ensemble de cette longue chaîne d'acteurs). »
2	« le rendement » ; « Multiplicité de partenaires »	« Opacité, manque de liquidité » ; « complexité, risque de traçabilité »
2	« Un aperçu plus externe / Audit »	« manque de transparence »
2	« une certaine forme de sécurité »	« manque de transparence et possible conflit d'intérêt indirect »
2	« Traçabilité de l'emprunt »	« multitude d'acteurs »
2	« Plus adapté à une utilisation par des institutions publiques »	« Le choix sera fondé exclusivement sur la garantie de l'émetteur »
2	« Multitude de partenaires »	« Complexité »
2	« proximité/information : bonne utilisation des fonds a priori »	« Peut-être trop d'intermédiaires, positif car moins risqué mais potentiel de gain limité »
2	« le partage de risque entre les acteurs »	« Moins de visibilité »
2	« la microfinance, le partage de risque entre les partenaires »	« un peu nébuleux sur les bords : risque élevé »
2	« diversifier le risque »	« manque de transparence et visibilité »

(1 : Simple ; 2 : Hybride)

Sur la base des verbatims, quelques points méritent d'être discutés : le premier point concerne l'instauration d'une relation de confiance dans le modèle organisationnel hybride. Le premier modèle organisationnel simple aspire plus de confiance en raison d'une plus grande traçabilité du fait qu'il y a moins d'acteurs, moins de risque d'asymétrie d'information. La notion de confiance est liée intimement à la notion de transparence. Tandis que dans le modèle d'organisation hybride, les gérants ont moins confiance dans ce modèle du fait de la présence de beaucoup d'acteurs « trop d'acteurs », « trop d'intermédiaires », « trop complexe », « risque d'asymétrie d'information plus fort », « risque de traçabilité », « manque de transparence », « risque de conflits d'intérêts ». La notion de confiance dans ce modèle est liée à la présence de

beaucoup d'acteurs, à la transparence et l'asymétrie d'information. Mais malgré leur niveau de confiance faible, les gérants confirment qu'il existe un intérêt dans le modèle organisationnel hybride en termes de coûts et d'objet social. Ils citent « le partage de risques », « la diversification de risques », « le partage de risques entre partenaires », « l'objet microfinance ».

Le deuxième point est lié à la question relative aux contraintes d'investissement. Les gérants soulèvent ce point dans leurs décisions d'investissement. En effet, plusieurs gérants soulèvent le fait que l'obligation issue du modèle organisationnel comme étant une obligation qui ne présente pas de contraintes et donc facile à intégrer dans leurs fonds ESG « nos fonds peuvent investir dans des obligations corporate mais ne peuvent pas investir dans des émissions organisées », « il faut que la forme juridique de l'obligation soit telle qu'il n'y a pas de problème réglementaire pour investir dans un OPCVM », « plus de contrainte pour la microfinance », « ce n'est pas le mode d'organisation qui compte mais l'objet social de l'émission ».

A la différence de l'arrangement organisationnel simple qui propose une émission d'obligataire responsable ponctuelle, l'arrangement organisationnel partenarial hybride propose un autre schéma partenarial par titrisation permettant d'avoir des ressources abondantes en faveur de la microfinance. Le transfert de risque entre les différents partenaires permet d'abaisser les coûts et de réaliser une meilleure rentabilité pour les investisseurs.

En conclusion, l'étude de l'arrangement organisationnel partenarial hybride ouvre des perspectives à des futures voies partenariales mobilisant des ressources abondantes envers des projets à vocation sociale ou sociétale. Au-delà de l'échec de cette première tentative en faveur de la microfinance, l'étude de ces nouvelles formes d'organisation hybride entre différents partenaires (émetteur, société de gestion, plateforme, investisseurs ISR, instituts de microfinance) prouve la dynamique autour de la thématique de l'investissement socialement responsable et de l'imbrication entre deux mondes opposés la finance et le social.

2. Recul sur le gérant

L'étude des arrangements organisationnels qui ont abouti à émettre une obligation socialement responsable montre que la société de gestion représente l'acteur clé responsable de l'imbrication entre les deux sphères économique et financière. En effet, dans les deux modèles organisationnels, la société de gestion est destinatrice de l'obligation, elle joue un premier rôle de collecte d'information et de notation extra-financière. En ce sens, elle constitue un filtre ESG qui sélectionne les entreprises sur la base de critères ESG et construit un fonds socialement responsable sur la base des produits sélectionnés.

La société de gestion dispose de capacités d'analyse et de notation lui permettant de collecter les informations et sélectionner les titres des entreprises sur la base d'une évaluation de critères ESG avec une double logique financière et sociale pour construire des fonds socialement responsables.

La société de gestion joue aussi un deuxième rôle de « facilitateur » entre l'émetteur et l'investisseur final. Elle propose des fonds responsables ou solidaires à des investisseurs désirant intégrer des dimensions sociales dans leurs choix d'investissement.

Dans le cas du modèle organisationnel simple, la société de gestion se positionne entre Air Liquide l'émetteur et les investisseurs. L'entreprise fait de la RSE avec son émission d'obligataire, fait appel à l'agence de notation extra-financière et construit avec la société de gestion un produit ESG qui va être par la suite intégré dans un fonds ISR et proposé à l'investisseur qui a décidé de faire confiance et souscrire ce produit.

En revanche, dans le modèle partenarial hybride, la société de gestion se positionne entre un ensemble de partenaires qui émettent une obligation microfinance et les investisseurs. L'institut de microfinance fait de la RSE en octroyant les microcrédits aux entrepreneurs en difficulté. Le fonds commun de titrisation créé à cet effet propose de transformer les actifs en obligations financières et d'abaisser les risques liés à la microfinance. Le fonds commun de titrisation est géré par une autre société de gestion agréé par l'AMF. La présence de plusieurs partenaires dans ce modèle organisationnel et surtout plusieurs sociétés de gestion organisant l'opération à destination d'autres sociétés de gestion complique la visibilité et la traçabilité pour les investisseurs. La faible appétence des sociétés de gestion envers cette obligation s'explique aussi par le risque d'asymétrie d'information et de conflits d'intérêts soulevés lors de notre étude. En effet, les sociétés de gestion qui construisent ce produit ont des capacités de notation

et d'analyse sur la base de critères ESG, mais aussi les sociétés de gestion destinataires de produits d'où cette confrontation entre les différents partenaires.

Lors de l'analyse factorielle portant sur l'appréciation des gérants du modèle d'organisation simple, nous avons identifié quatre axes principaux qui reflètent ce jugement: l'appréciation de l'obligation, l'activité de refinancement, la longueur de cycle de production d'une obligation et, les caractéristiques de l'obligation. Le choix des gérants se penche davantage vers le modèle simple concernant ces facteurs. Les analyses de corrélation démontrent qu'il y a une forte corrélation entre les caractéristiques de l'obligation et le choix du modèle.

Quant à l'appréciation des gérants du modèle hybride, nous avons identifié trois axes principaux : l'activité de refinancement et la qualité des partenaires, la communication extra-financière et longueur de cycle de production d'une obligation et, les contraintes réglementaires, de liquidité et de traçabilité. Les analyses de corrélation démontrent qu'il existe une forte corrélation entre l'activité de refinancement et le choix du modèle.

Notre analyse quantitative fait ressortir également des profils d'investisseurs. L'analyse typologique portant sur la caractérisation des individus à partir de leur sensibilité aux deux modèles, a fait émerger trois groupes d'individus avec des comportements spécifiques. Le tableau ci-après résume la typologie retenue.

Tableau 27. La typologie

Groupes	Nombre d'individus	Les variables
1	15	<ul style="list-style-type: none"> ❖ Contraintes règlementaires ❖ La traçabilité ❖ Les garanties accompagnant l'émission ❖ La notation extra-financière
2	3	<ul style="list-style-type: none"> ❖ La microfinance en tant que classe d'actifs ❖ La traçabilité ❖ La notoriété et qualité de l'IMF ❖ L'utilisation de la plateforme
3	14	<ul style="list-style-type: none"> ❖ La notation extra-financière et la traçabilité ❖ Les garanties accompagnant l'émission ❖ La microfinance en tant que classe d'actifs ❖ La relation désintermédiée entre le gérant et l'émetteur

Les résultats de l'analyse discriminante permettent de discriminer les groupes identifiés lors de l'analyse typologique et, déterminer les variables explicatives permettant d'expliquer l'appartenance aux groupes. Le tableau ci-après résume les résultats de l'analyse discriminante.

Tableau 28. L'analyse discriminante en fonction de la typologie

Groupes	Nombre d'individus	Facteurs discriminants	Choix du modèle
1	15	❖ La communication extra-financière et à la longueur de production d'une obligation	❖ 14 individus : modèle simple ❖ 1 individu : modèle hybride
2	3	❖ La traçabilité	❖ 2 individus : modèle simple ❖ 1 individu : modèle hybride
3	14	❖ L'activité de refinancement et la qualité des partenaires.	❖ 11 individus : modèle simple ❖ 3 individus : modèle hybride

Ainsi, nous pouvons identifier des typologies de gérants de portefeuille présentant des similarités du point de vue de l'appréciation des deux modèles organisationnels. Le premier groupe accorde beaucoup d'importance à la communication extra-financière et à la longueur de production d'une obligation. Ainsi, la notation extra-financière interne et externe, le reporting extra-financier sont des critères importants dans leurs choix d'investissement. Néanmoins, un autre point relevé c'est que la notation extra-financière interne est plus élevée que la notation extra-financière externe ce qui veut dire que les deux notations extra-financières sont complémentaires mais qu'elles accordent plus d'importance à la notation extra-financière interne. Le second groupe accorde beaucoup d'importance à l'activité de refinancement et à la qualité des partenaires. Pour ces gérants, la microfinance en tant que classe d'actifs, la notoriété de l'institut de microfinance, et la qualité des partenaires sont des critères importants dans leurs choix. Le troisième groupe quant à lui accorde beaucoup d'importance aux contraintes de traçabilité, réglementaires et de liquidité.

Conclusion du titre second

Le chemin parcouru à l'étude du rôle des sociétés de gestion dans le déploiement de la microfinance touche à sa fin. Nous revenons sur les étapes de ce cheminement qui avait comme ambition de participer à la compréhension et l'étude en profondeur d'un objet de recherche qui est peu investigué par la littérature académique.

La question de recherche qui a conduit notre investigation empirique se formulait de cette façon :

Pourquoi un gérant de fonds n'est-il pas indifférent à une émission d'obligation ISR ?

La déclinaison de notre problématique incluait ces trois questions, auxquelles nous sommes attachés d'y répondre.

- Question 1 : **Quel arrangement organisationnel qui a abouti à émettre une obligation sociale ?**
- Question 2: **Quelle performance des deux modèles ?**
- 🧩 Question 3: **Quel rôle joue la société de gestion dans l'imbrication entre deux mondes opposés la finance et l'économie social et solidaire ?**

En effet, leur résolution a permis de répondre aux objectifs fixés de la recherche. Concernant la première question nous y avons répondu par la modélisation des architectures organisationnelles des deux transactions à partir de l'étude de cas pilote. Quant à la deuxième question, elle prend forme d'une synthèse dans notre conclusion de l'étude empirique. Enfin, par rapport à la troisième question, nous avons proposé d'étudier les profils de gérants de fonds en fonction de leur perception des deux modèles d'organisation et d'étudier leurs différences de perception. Le processus aller-retour entre le champ théorique et empirique nous a permis de répondre à cette question et nous a accompagné tout au long de notre réflexion. La synthèse présentée dans la conclusion de l'étude empirique éclaire ces questions.

Conclusion générale

Dans cette conclusion, nous allons dresser un bilan de cette recherche en matière de résultats **(1)**, d'apports théoriques, méthodologiques et managériaux **(2)**. Et enfin, à partir des limites de notre travail de recherche, nous ferons ressortir les voies de recherches futures **(3)**.

La problématique de notre travail de recherche s'intéresse à l'étude de l'attractivité des gestionnaires d'actifs face à des mécanismes différenciés d'Economie Sociale et Solidaire.

Au départ de notre travail de recherche, le lecteur était convié à nous accompagner sur le cheminement de notre pensée à partir de nos études de cas pour étudier la perception du point de vue du gérant de fonds de deux modes d'organisation différents, qui aboutissent à la construction d'un produit qualifié d'ISR dans le sens où il répond aux attentes des investisseurs souhaitant intégrer des dimensions extra-financières dans leurs choix de sélection de produits, puis d'analyser qu'est ce qui influence leurs choix d'intégrer ou pas un produit dans les fonds ISR construits. Il convient à présent d'évaluer la portée du chemin parcouru. La contribution de notre travail de recherche s'évalue au regard des réponses apportées aux différents objectifs de recherche qui étaient fixés au début.

Les objectifs de la conclusion générale

La conclusion de notre travail de thèse vise à appréhender le comportement du gérant de fonds et sa perception. De ce fait, notre conclusion s'articule autour de trois objectifs : la synthèse des différents apports de la recherche, l'identification des limites et enfin la mise en perspective des voies de recherches futures.

Objectif n°1 : La synthèse des apports de la recherche

Le premier objectif de notre conclusion consiste à mettre en évidence la contribution de la présente recherche doctorale à la compréhension d'un objet de recherche qui jusqu'à lors était peu investigué. L'organisation d'une émission obligataire socialement responsable, les relations partenariales dans le processus d'hybridation et l'imbrication entre deux mondes opposés mais complémentaires à savoir la finance et l'économie sociale et solidaire sont discutés.

Objectif n°2 : L'identification des limites de recherche

Le second objectif de notre conclusion est d'identifier les limites de recherche. Identifier les faiblesses et les limites de notre recherche vise à identifier les points d'amélioration qui auraient pu enrichir davantage notre travail de recherche.

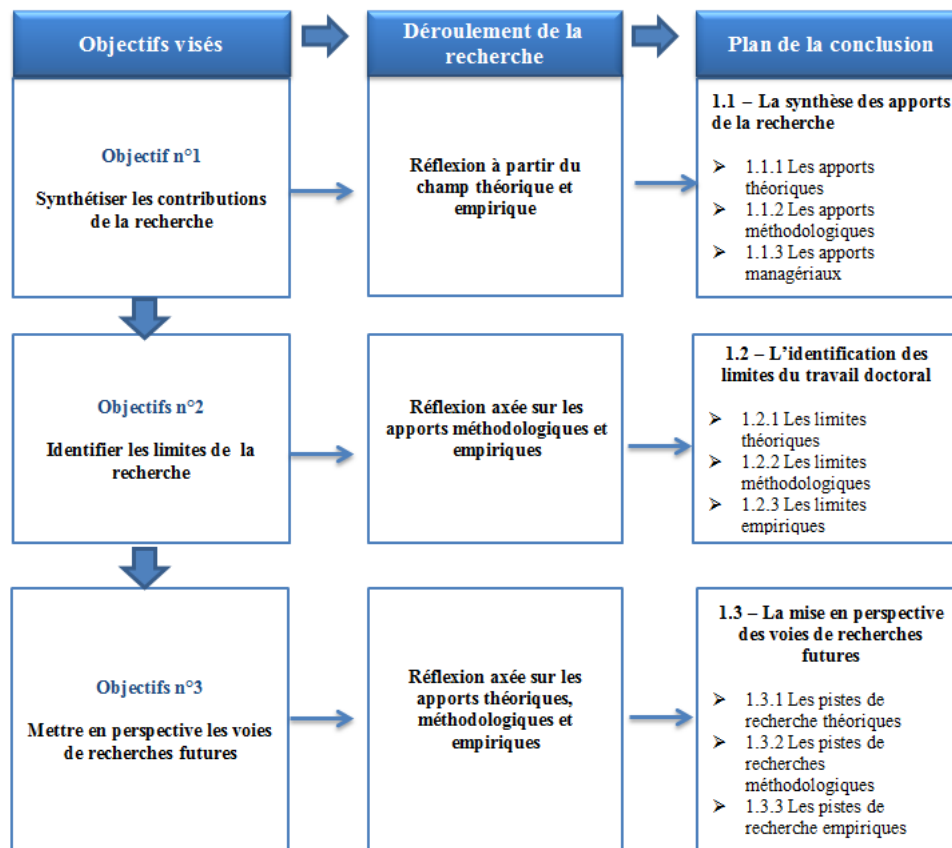
Objectif n°3 : La mise en perspective des voies de recherches futures

Le troisième et dernier objectif de notre conclusion consiste à mettre en perspective les voies de recherches futures qui se dégagent suite aux limites soulevées et aux résultats de notre travail doctoral.

Le plan de la conclusion générale

La figure ci-dessous présente l'architecture de la conclusion générale, avec les objectifs, le déroulement et le plan. Elle s'articule en trois temps : D'abord, la synthèse des apports de la recherche (théoriques, méthodologiques et managériaux), ensuite les limites de la recherche (théoriques, méthodologiques et empiriques) et enfin, les voies de recherches futures.

Figure 66. L'architecture de la conclusion générale



1.1. La synthèse des apports de la recherche

Notre synthèse des apports de la recherche seront résumés sous trois angles : les apports théoriques, les apports méthodologiques et les apports managériaux.

1.1.1 Les apports théoriques

La contribution théorique de la présente recherche repose sur trois volets. Le premier volet concerne la **comparaison de modes d'organisation différents avec un même objectif** qui est de faire de l'investissement socialement responsable à travers l'émission d'obligataire ESG à destination des investisseurs. L'étude des deux **innovations** tente d'enrichir la compréhension des nouveaux phénomènes tenant de mettre la lumière sur les nouvelles formes de l'investissement socialement responsable.

La seconde contribution conceptuelle de notre recherche réside dans la mobilisation de la théorie des coûts de transaction pour étudier les **architectures organisationnelles complexes**. Dans la lignée de ces recherches, nous avons ainsi introduit une autre catégorie et complété

ainsi la littérature sur le sujet. Dans ce cadre, nous avons proposé une modélisation des architectures organisationnelles des deux transactions issus de notre étude de cas pilote en mettant en avant l'étude du **processus d'hybridation des organisations**.

Enfin, dans le chapitre 2, nous avons présenté les différentes approches et variables étudiées par les chercheurs s'intéressant à l'étude de l'économie sociale et solidaire et observé une richesse de littérature concernant les difficultés de financement de l'économie sociale et solidaire (Cadiou, 2013; Glémain et Cuénoud, 2014), mais aussi un certain manque pour appréhender les nouvelles formes de coopération relatives à l'inclusion financière. En ancrant notre recherche dans le cadre théorique général de l'économie sociale et solidaire, nous avons pu élaborer un modèle qui permet d'appréhender deux innovations dans le domaine de l'investissement socialement responsable à partir du **processus d'hybridation entre l'économie réelle et l'économie sociale et solidaire**. Nous espérons donc avoir contribué à faire progresser la connaissance sur ce sujet, aussi par :

- Un approfondissement de la définition de l'économie sociale et solidaire, par l'identification des pluralités de pratiques et des formes d'économie dans la société en faveur d'action sociale et collective.

1.1.2. Les apports méthodologiques

En cohésion avec les contributions théoriques, les apports méthodologiques résident dans l'utilisation de la méthode de cas pour proposer d'étudier deux innovations dans le domaine de l'investissement socialement responsable. Cette technique permet d'accroître les connaissances relatives à notre objet de recherche.

Un autre rapport de notre recherche réside dans la combinaison de l'utilisation de plusieurs logiciels pour avoir une vision globale. Alceste a été utilisé en phase exploratoire pour analyser les discours des responsables, ensuite SPSS pour procéder à des analyses descriptives et explicatives et enfin, pour étudier les corrélations dans l'objectif d'appréhender la perception des gérants de fonds.

1.1.3. Les apports managériaux

Notre recherche comprend des implications managériales, car elle intéresse plusieurs acteurs de la finance solidaire. Elle propose des pistes pour aider les acteurs qui œuvrent en faveur de l'inclusion financière. Nos résultats aident à mieux comprendre les relations partenariales avec

les acteurs, les logiques d'investissement, le fonctionnement d'une filiale et enfin le processus de construction de fonds ISR dans une perspective de créer une abondance de ressources pour réussir l'étape de l'inclusion financière.

1.2. L'identification des limites du travail doctoral et voies de recherches futures

Toute recherche possède des limites. De ces limites se développent des perspectives de recherches futures. A présent, nous présentons les limites de notre travail doctoral.

L'étude des modèles d'organisation au regard de la théorie des coûts de transaction offre un cadre très riche pour comprendre la dynamique autour des arrangements transactionnels. Cependant, malgré cette richesse cette théorie ne permet pas de caractériser complètement toutes les nouvelles formes d'organisation. Cette limite est soulignée aussi par d'autres chercheurs (Granovetter, 2005 ; Ménard, 2012).

Au début de notre travail doctoral, nous avons étudié deux études de cas pionniers en France. Cette limite concerne le nombre de cas étudiés. S'agissant d'une recherche exploratoire qui porte sur deux innovations sur le marché financier, l'autre difficulté se situe en amont il s'agit d'avoir un plus grand nombre de cas à étudier lors de la phase exploratoire. Une piste de recherche serait de faire une étude de cas exploratoire approfondie avec plusieurs cas.

Une des limites est relative à la taille de l'échantillon. Une piste de recherche serait de faire une recherche plus approfondie sur l'ensemble des gérants. Cette dernière sera complémentaire dans le sens où plusieurs retours de gérants de portefeuille concernent cet aspect ISR qu'ils n'utilisent pas de façon systématique dans leurs processus de production de fonds.

Notre travail entrepris dans le cadre de notre thèse de doctorat nous a permis de faire un point sur le rôle de la société de gestion dans le déploiement de la microfinance. L'étude du comportement de l'investisseur a fait l'objet de beaucoup de recherches, notamment à travers la compréhension de la motivation de l'investisseur à prendre en compte des critères non financiers dans sa décision d'investissement (Renneboog et al., 2008). En ce sens, le rôle de la société de gestion reste très important dans les modèles étudiés puisqu'il se place au cœur de l'imbrication financière et sociale. Elle joue le rôle de filtre ESG et facilitateur entre les ces investisseurs et les émetteurs. Nous étudions un mécanisme d'hybridation organisationnelle entre plusieurs partenaires, une sorte de développement durable affecté à plusieurs partenaires

pour la promotion de l'investissement socialement responsable à l'échelle internationale. Ce travail entrepris nous a permis aussi de mettre en évidence des pistes de réflexions dans nos activités de recherches futures.

L'étude des nouvelles formes d'organisation hybride et de la construction des alliances ouvre la voie à de futures modèles d'hybridation partenariale. La justification théorique de l'existence des organisations hybrides s'appuie sur deux courants. D'une part, l'existence des formes hybrides est justifiée par l'existence des défaillances de marché (Weisbrod, 1988 ; Salomon, 1995 ; Hansmann 1987, Dees et al., 2001). D'autre part, la recherche de légitimité et de légitimation justifie l'existence des formes hybrides (Suchman, 1995 ; Aldrich et Fiol, 1994 ; Oliver, 1991 ; Di Maggio et Powell, 1983 ; Meyer et Rowan, 1977).

Dans le modèle partenarial, des conflits d'agence peuvent apparaître l'alignement des intérêts de l'ensemble de parties prenantes constitue un moyen pour réduire ou résoudre ces conflits (Viviani et Laurent, 2018). Dans ce cadre, l'instauration de la confiance et le partage de valeurs communes jouent un rôle très important et un levier pour lutter contre les comportements opportunistes autour de la relation de financement (Cornée et Szafarz, 2013). Viviani et Laurent (2018) démontre dans leur article en s'appuyant sur les approches de réciprocité, l'importance de l'alignement des intérêts entre les principaux acteurs de l'investissement à impact social dans la création de valeur. L'une des pistes de recherches est d'étudier comment instaurer la confiance dans le modèle partenarial hybride pour réussir l'étape de l'inclusion partenariale de la microfinance.

En prolongement de l'article de Viviani et Laurant (2018), Freireich et Fulton (2009) proposent une classification des investisseurs qui prennent des dimensions ESG dans leurs choix d'investissement : les investisseurs qui privilégient la rentabilité financière et les investisseurs qui ont une préférence à maximiser l'impact. En effet, il serait intéressant de pouvoir étudier ces catégories d'investisseurs, notamment leur rôle dans le financement des projets sociaux.

Enfin, la transition numérique, la digitalisation des services financiers, la désintermédiation, la finance alternative, les plateformes de microfinance, les plateformes de crowdfunding, les plateformes de crowdfunding, les innovations sociales, les entreprises hybrides, tout cela ouvre la voie à des futures voies partenariales intéressantes en vue d'une abondance de ressources envers l'investissement ayant un impact social. Comme nous avons cité auparavant le contexte social, économique et politique est en train de changer, depuis l'époque où nous

avons commencé notre travail doctoral jusqu'à aujourd'hui. En passant d'une étape après la crise financière où l'investissement socialement responsable se faisait d'une manière discrétionnaire à une étape de généralisation de l'investissement socialement responsable, depuis la loi 2016 qui oblige les investisseurs à faire un reporting extra-financier afin d'évaluer leur contribution aux objectifs climatiques et aux risques financiers associés à la transition énergétique et écologique. De nouveaux circuits émergent, de nouvelles formes institutionnelles pour diriger le flux des capitaux vers l'économie « réelle » apparaissent et trouvent parfois des difficultés à mobiliser des ressources suffisantes ou à s'introduire au sein du marché financier pour être lisible et à portée des investisseurs. En ce sens, les théories de la transition par le bas, les théories évolutionnistes fournissent des clés de compréhension et de lecture pertinents pour appréhender le processus de changement institutionnel.

Dans cette perspective, le contexte social, économique et politique d'aujourd'hui marqué l'essor de la finance digitale, par l'émergence de nouveaux modes de production, de consommation, de financement issu de la transition énergétique (Rifkin, 2014), le développement de ces nouvelles configurations mettant en relation plusieurs partenaires autour d'une transaction méritent toute l'attention du chercheur.

Bibliographie

A

Audrey ROUZIES et Bénédicte ALDEBERT (2014), « Quelle place pour les méthodes mixtes dans la recherche francophone en management », *Management International*, Vol.19. Issue, p43-60. 18p.

Audrey ROUZIES et Bénédicte ALDEBERT, *XXème Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique*, Jun 2011, Nantes, France. AIMS, pp.1, 2011.

Akerlof, George A. « The market for "lemons": Quality uncertainty and the market mechanism ». *The quarterly journal of economics*, 1970, 488–500.

Albouy, Michel, et Gérard Charreaux. « La finance comportementale ou l'émergence d'un nouveau paradigme dominant? » *Revue française de gestion*, n° 4 (2005): 139–143.

Alchian Demsetz Production Informaion costs and Economic Oganization.pdf », s. d.

Allegret, Jean-Pierre, et Camille Cornand. « Une analyse informationnelle de la crise financière récente ». *Revue française d'économie* 28, n° 3 (2014): 213–264.

Arjaliès, Diane-Laure, Samer Hobeika, Jean-Pierre Ponsard, et Sylvaine Poret. « Le rôle de la labellisation dans la construction d'un marché. (French) ». *The role of labelling in in structuring a market. The case of SRI in France. (English)* 39, n° 236 (octobre 2013): 93-107. <https://doi.org/10.3166/RFG.236.93-107>.

ALAIN DESREUMAUX « Nouvelles formes d'organisation et évolution de l'entreprise », *Revue française de gestion*, n° 107, janvier-février 1996.

ALIOUAT, B. (1998), *Paradigmes de recherche en sciences de gestion*, Communication à la Journée de Recherche en Gestion, Fondation Nationale pour l'Enseignement de la Gestion des Entreprises (FNEGE), 23 octobre, pp. 19-27.

Amélie Artis (2007), « La finance solidaire territorialisée : une réponse de proximité en faveur de la construction d'un territoire de référence dans un processus de mondialisation », *Cahiers du CEREN* 19, pp.20-40.

Andrée De Serres « un mode d'organisation innovateur : les partenariats dans les concessions d'infrastructure publique », XVème Conférence Internationale de Management Stratégique, Annecy/Genève 13-16 Juin 2006.

Annelise Mathieu, Emmanuelle Reynaud et Jean-Louis Chandon, « Les déterminants internes de l'éco innovation : Analyse de 118 éco innovations selon le référentiel gestionnaire et la stratégie RSE de l'entreprise », Finance Contrôle Stratégie [En ligne], 18-1 | 2015.

AVENIER, M.J. (2011), « Pourquoi jeter le bébé avec l'eau du bain ? Méthodologie sans épistémologie n'est que ruine de la réflexion ! », Le Libellio d'AEGIS, Vol. 7, N° 1, pp. 39-52.

Azoulay, Orith, et Vincent Zeller. « ISR: STRATÉGIE DE «NICHE» OU «MAINSTREAM»? (French) ». *SRI: strategy of « niche » or « mainstream »?* (English) 85 (septembre 2006): 1-18.

B

Bonoma T., « Case research in marketing: opportunities, problems and a process », journal of Marketing Research, 12 mai 1985.

Badot, Olivier. *Théorie de l'entreprise agile*. Dynamiques d'entreprises. Paris Montréal: Éd. l'Harmattan, 1998.

Bakshi, S., et Zhiwu Chen. « American Economic Association is collaborating with JSTOR to digitize, preserve and extend access to The American Economic Review. » Consulté le 6 février 2017. <http://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/summary?doi=10.1.1.333.8024>.

Barbat, Valérie, François Bousquet, et Kevin John Wilson. « Les perturbations dans les relations d'interdépendance forte ». Édité par Denis Chabault et Annabelle Hulin. *Revue Française de Gestion* 42, no 256 (avril 2016): 159-79. <https://doi.org/10.3166/rfg.2016.00017>

Barreto, Thomas. « Penser L'entreprise Coopérative: Au-Delà Du Réductionnisme Du Mainstream ». *Annals of Public and Cooperative Economics* 82, no 2 (1 juin 2011): 187-216. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8292.2011.00436.x>.

Baudry, Bernard. *L'économie des relations interentreprises*. Nouvelle édition. Repères 165. Paris: la Découverte, 2005.

Benedetti, Giuseppe. « Investissement optimal et évaluation d'actifs sous certaines imperfections de marché ». Thèse de doctorat, Université Paris-Dauphine, s. d.

Bessy, Christian, et Guillemette Larquier. « Diversité et efficacité des intermédiaires du placement ». *Revue française d'économie* 25, no 2 (2010): 227–270.

Bollon, Pierre, et Martine Léonard. « POURQUOI UN CODE DE TRANSPARENCE AFG - FIR DES FONDS ISR GRAND PUBLIC ? (French) ». *Why an AFG-FIR Code of conduct for SRI funds? (English)* 85 (septembre 2006): 1-5.

Bowen, David E., et Gareth R. Jones. « Transaction cost analysis of service organization-customer exchange ». *Academy of Management Review* 11, no 2 (1986): 428–441.

Bourdieu Jérôme, Heilbron Johan, Reynaud Bénédicte. Les structures sociales de la finance. In: *Actes de la recherche en sciences sociales*. Vol. 146-147, mars 2003. Espaces de la finance. pp. 3-7.

BRITO, Cesar de, Jean-Philippe Desmartin, Valéry Lucas-Leclin, et François PERRIN. « L'investissement socialement responsable ». *Economica*, Paris, collection «Gestion, 2005. http://archives.rfg.revuesonline.com/gratuit/RFG39_236_04_Intro_236.pdf.

Brousseau, Eric. « L'approche néo-institutionnelle des coûts de transaction ». *Revue française d'économie* 4, no 4 (1989): 123-66. <https://doi.org/10.3406/rfeco.1989.1236>.

Burkhardt, Kirsten. « Une approche cognitive du rôle des sociétés de capital-investissement dans la formation d'alliances ». *Finance Contrôle Stratégie*, no 19-3 (30 septembre 2016). <https://doi.org/10.4000/fcs.1820>.

Boissin Olivier. La construction des actifs spécifiques : une analyse critique de la théorie des coûts de transaction. In: *Revue d'économie industrielle*, vol. 90, 4e trimestre 1999. pp. 7-24.

C

CADIOU, Christian. « La difficile équation de la microfinance: les enseignements d'une expérience ingénierique ». *AMS-AFRICAN MANAGEMENT STUDIES* 1, n° 1 (2013): 70–92.

C. Cadiou; J.Moussavou; Kristen Cadiou; « Arrangement organisationnel hybride : une expérience inclusive en microfinance», Communication AEI Nantes 2016.

Carricano M., Poujol F., Bertrandias L. (2010), *Analyse de données avec SPSS*, Paris, Pearson Education France.

Cardebat J.M et Sirven N. (2008), « Responsabilité sociale des entreprises et performance : un point de vue économique », *La Revue des Sciences de Gestion*, n° 231-232, p. 115-121.

Chanson, Guillaume. « Externalisation et théorie des coûts de transaction : analyser un phénomène dynamique avec une théorie statique ? (French) ». *Management International / International Management / Gestión Internacional* 18, n° 2 (Winter 2014): 181-94.

Charreaux, Gérard. « La théorie positive de l'agence : positionnement et apports ». *Revue d'économie industrielle* 92, n° 1 (2000): 193-214. <https://doi.org/10.3406/rei.2000.1046>.

Charreaux, Gérard, et others. « Le rôle de la confiance dans le système de gouvernance des entreprises ». *Economies et Sociétés* 32 (1998): 47-66.

Chédotel, Frédérique, et Jean-Laurent Viviani. « Dynamiques et conditions des relations coopératives dans les réseaux ». Édité par Frédérique Chédotel et Jean-Laurent Viviani. *Revue Française de Gestion* 42, n° 259 (août 2016): 71-81. <https://doi.org/10.3166/rfg.2016.00079>.

CHEFFI, Sonia ABDENNADER, et Walid Cheffi. « Les stratégies de responsabilité sociale et de gouvernance des entreprises: l'adoption du vote par Internet en France dans les assemblées générales des actionnaires », 2005. <http://core.kmi.open.ac.uk/download/pdf/6465028.pdf>.

Chédotel F. et J.L. Viviani (2016), « Dynamiques et conditions des relations coopératives dans les réseaux », introduction du numéro thématique Coopérations et réseaux, *Revue Française de Gestion*, 6, 71-81.

Chervier, Colas, Sarah Millet-Amrani, et Philippe Méral. « Les apports de l'économie institutionnelle à l'analyse des dispositifs de paiements pour services environnementaux : État des lieux et perspectives ». *Développement durable et territoires. Économie, géographie, politique, droit, sociologie*, n° Vol. 7, n°1 (11 avril 2016). <https://doi.org/10.4000/developpementdurable.11280>.

Christophe Revelli et Jean-Laurent Viviani, « Performance financière de l'investissement socialement responsable (ISR) : une méta-analyse », *Finance Contrôle Stratégie*, pp. 15-4, 2012.

Christophe ASSENS. Du modèle bureaucratique au modèle organique : l'organisation en réseau, n°23, 1996, pp. 38-42.

Claude Ménard, « Économie néo-institutionnelle et politique de la concurrence les cas des formes organisationnelles hybrides », *Économie rurale*. N°277-278, 2003, pp. 45-60.

Coasse, R.H. « La nature de la firme ». *Revue française d'économie* 2, n° 1 (1987): 133-63. <https://doi.org/10.3406/rfec.1987.1132>.

Constant Djama, Guillaume Dumas et Isabelle Martinez, « Activité d'innovation et gestion des résultats comptables : une étude empirique sur le marché français », *Finance Contrôle Stratégie* [En ligne], 17-2 | 2014, mis en ligne le 19 juillet 2014. URL: <http://fcs.revues.org.scd-proxy.univ-brest.fr/1496>.

Creswell, J. W., Plano Clark, V. L., Gutmann, M., Hanson, W. (2003), Advanced mixed methods research designs. In A. Tashakkori & C. Teddlie (Eds.), *Handbook of mixed methods in social and behavioral research*, 209–240. Thousand Oaks, CA: Sage.

Crifo, Patricia. « L'investissement socialement responsable ». *Revue Française de Gestion* 236 (2013): 69–77.

Crifo, Patricia, et Nicolas Mottis. « L'ISR à la recherche de nouveaux élans ? » *Revue française de gestion*, n° 236 (27 novembre 2013): 69-77.

D

De Bayser, Xavier, et Lionel Brafman. « L'ISR EST-IL UN STYLE ? (French) ». *Is the SRI an asset management style? (English)* 85 (septembre 2006): 257-61.

De Brito C. (2006), « ISR : Comment les critères extra-financiers impactent les objectifs de gestion ? », *Revue d'Économie Financière*, n° 85, avril.

Debruyne, Michel. « La certification, substitut ou complément de la confiance dans les relations entre agents économiques? » *La Revue des Sciences de Gestion*, n° 6 (2012): 47–57.

Deheuvels, Thierry. « ISR : UN CONCEPT EN DEVENIR. (French) ». *Socially Responsible Investment: an evolving concept. (English)* 85 (septembre 2006): 1-10.

Déjean, Frédérique. « LA CRÉATION DU MARCHÉ DE L'ISR EN FRANCE : LOGIQUE D'OFFRE ET STRATÉGIE DE COMMUNICATION. (French) ». *The development of SRI in France: supply effect and communication strategy. (English)* 85 (septembre 2006): 1-12.

Déjean F. (2002), « L'investissement socialement responsable : une revue de la littérature », Actes du 23^{ème} Congrès de l'Association francophone de comptabilité (AFC), Toulouse.

Dhikra CHEBBI NEKHILI, « Le choix de la forme organisationnelle en matière d'investissement en R&D à l'étranger par les firmes multinationales : la contribution de la

théorie des coûts de transaction », *Finance Contrôle Stratégie* – vol. 11, n° 3, septembre 2008, p. 155-188.

Ducos Philippe (1989), « Conséquences économiques de la titrisation ». *Revue d'économie financière*. N°10, 1989, pp. 107-124.

DUMEZ, H. (2011), « Elément pour une épistémologie de la recherche qualitative en gestion, une réponse à Marie-José Avenier », *Le Libellio d'AEGIS*, Vol. 7, N° 1, pp. 53-62.

E

Emilie ALBEROLA et Stéphanie GIAMPORCARO-SAUNIERE « Les agences d'analyse et de notation extra-financière : quels services pour quels investisseurs ? » *Revue d'économie financière*, 2006, volume 85, numéro 4, p.171-189.

Evrard, Prass, Roux (2003), *Market, Etudes et recherches en marketing*.

F

Farès, M'Hand, et Stéphane Saussier. « Coûts de transaction et contrats incomplets ». *Revue française d'économie* 16, n° 3 (2002): 193-230. <https://doi.org/10.3406/rfec.2002.1518>.

Ferraton, Cyrille, et David Vallat. « Un avatar de la finance solidaire : vers un modèle d'entrepreneur collectif ? » *Revue Française de Socio-Économie*, n° 7 (17 mai 2011): 67-81.

Fredikind, Thomas. « Transaction Cost Economics as a contributing theory to Supply chain management : an assessment and application on theoretical basis ». *Info:eu-repo/semantics/bachelorThesis*, 2014. <http://essay.utwente.nl/65994/>.

Frédérique Déjean, « L'émergence de l'investissement socialement responsable en France : le rôle des sociétés de gestion », *Revue de l'organisation responsable*, 2006/1 (Vol. 1), p. 18-29.

Frédérique Chédotel, Jean-laurent Viviani, « Dynamiques et conditions des relations coopératives dans les réseaux », *Revue française de gestion* 2016/6 (N° 259), pp. 71-81.

G

Gavard-Perret, Gotteland, Haon, Jolibert (2008). *Méthodologie de la recherche*, Pearson Education France.

Gérard CHARREAUX, Alain COURET, Patrick JOFFRE, Gérard KOENIG, Bernard de MONTMORILLON, « De nouvelles théories pour gérer l'entreprise », préface Alain-Charles MARTINET, Ed ECONOMICA, 1987.

Gérard CHARREAUX, « De nouvelles théories pour gérer l'Entreprise du XXIème siècle », Ed ECONOMICA, 1999, page 147

Ghertman, Michel. « Management : les constructeurs. Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction ». *Revue française de gestion* 29, n° 142 (1 février 2003): 43-64. <https://doi.org/10.3166/rfg.142.43-64>.

Ghertman, Michel, et H. E. C. Groupe. *Applications pratiques de la théorie des coûts de transaction*. Chambre de Commerce et d'Industrie de Paris, 1998. <http://www.hec.fr/var/corporate/storage/original/application/c5f305f4bf294d66f6536d296555daef.pdf>.

Ghozzi, Houda. « Des difficultés de test de la théorie des coûts de transaction et des précautions à prendre: Illustration du secteur avicole français », 2008. <http://basepub.dauphine.fr/handle/123456789/2608>.

Giacobbe, Francesco, Zoltan Matolcsy, et James Wakefield. « An Investigation of Wholly-Owned Foreign Subsidiary Control through Transaction Cost Economics Theory ». *Accounting & Finance* 56, n° 4 (2016): 1041–1070. <https://doi.org/10.1111/acfi.12118>.

Glémain P., Meyer M., Murdock A. (2011) « De l'entreprise en économie sociale à l'entreprise sociale : quel modèle économique ? *Economies et Sociétés*, Vol 4, ,n ° 21, pp. 641-656.

Glémain, Pascal, et Nadine Richez-Battesti. « De l'économie sociale et solidaire à l'entreprise sociale : entre tournant entrepreneurial et innovation. Une clé de lecture », *Marché et organisations*, vol. 31, no. 1, 2018, pp. 13-19.

Gond, Jean-Pascal. « CONSTRUIRE LA RELATION (POSITIVE) ENTRE PERFORMANCE SOCIÉTALE ET FINANCIÈRE SUR LE MARCHÉ DE L'ISR : DE LA PERFORMANCE À L'AUTORÉALISATION ? (French) ». *Constructing the (positive) relationship between social and financial performance on the SRI market: from performance to self-realization? (English)* 85 (septembre 2006): 1-17.

Guennif, Samira, et Sébastien PLOCINICZAK. *De l'arrangement privé à l'arrangement social: enforcement et réseaux en échange économique*. Centre d'économie de l'Université Paris Nord, CNRS UMR, 2002. http://www.univ-paris13.fr/cepn/IMG/pdf/wp2002_09.pdf.

H

Hair, J. F., Black, W. C., Babin, B. J., & Anderson, R. E. (2010). Multiple discriminant analysis and logistic regression. In *Multivariate Data Analysis* (7ème édition. p. 335-438). Prentice Hall.

Hairault Jean-Olivier, Portier Franck. « Dix ans d'intermédiation financière en France ». *Revue d'économie financière*. N°16, 1991, pp. 63-77.

Hamon, Jacques, Bertrand Jacquillat, Élie Cohen, et de recherches sur la gestion Centre. *Recherches en finance du CEREG*. Recherche en gestion. Paris: Economica, 1994.

Heimann, Marco, et Sébastien Pouget. « La recommandation des fonds ISR. (French) ». *The recommendations of SRI funds. An empirical study on French retail investment advisors. (English)* 39, n° 236 (octobre 2013): 149-62. <https://doi.org/10.3166/RFG.236.149-162>.

Hélène DELERUE, « Performance des alliances : une gestion duale du risque relationnel », 13e conférence de l'AIMS. Normandie. Vallée de Seine 2, 3 et 4 juin 2004.

Hoffmann, Werner H. « Strategies for Managing a Portfolio of Alliances ». *Strategic Management Journal* 28, n° 8 (1 août 2007): 827-56. <https://doi.org/10.1002/smj.607>.

J

J.MOUSSAVOU « Typologies organisationnelles et performances des gérants de fonds d'investissement » 7ieme Conférence Internationale de Management Stratégique, 2007.

Joffre, Patrick, Olivier Germain, et Oliver Eaton Williamson. *La théorie des coûts de transaction : regard et analyse du management stratégique*. Entreprendre. Paris: Vuibert, 2001.

Jolibert, A., & Jourdan, P. (2011). « La construction d'une échelle de mesure. In Marketing research méthodes de recherche et d'études en marketing (2e édition. p. 178-198). Paris: Dunod.

J. Wybo, V. Godfrin, C. Colardelle, V. Guinet, C. Remis « Méthodologie de retour d'expérience des actions de gestion des risques » rapport Décembre 2003.

K

Kleiner Thibaut. La consécration des gestionnaires d'actifs sur la place de Paris. In: *Actes de la recherche en sciences sociales*. Vol. 146-147, mars 2003. Espaces de la finance. pp. 42-50.

Kirsten Burkhardt, « Une approche cognitive du rôle des sociétés de capital-investissement dans la formation d'alliances », *Finance Contrôle Stratégie*, 19-3 | 2016.

Kurtz L. (2005), « Answers to Four Questions », *Journal of Investing*, vol. 14, n° 3, p. 125-139.pdf », s. d.

L

Lajili, K. and Mahoney, J. T. (2006), Revisiting agency and transaction costs theory predictions on vertical financial ownership and contracting: electronic integration as an organizational form choice. *Manage. Decis. Econ.*, 27: 573-586. doi:[10.1002/mde.1275](https://doi.org/10.1002/mde.1275)

Laila Bennis (2016), « Les Institutions De La Microfinance Entre La Responsabilité Sociale Et La Performance Financière: Cas Des Associations De Micro-Crédits », *European Scientific Journal* January 2016 edition vol.12, No.1.

Laurent Fraisse (2003), « Economie solidaire et démocratisation de l'économie », *Hermès, la Revue*, n°36, pp.137-145.

Loilier, Thomas, et Albéric Tellier. *Les grands auteurs en stratégie*. Grands auteurs. Mondeville: EMS-management & société, 2007.

Lucas-Leclin, Valéry. « QU'APPORTE L'ANALYSE ISR À L'ANALYSE FINANCIÈRE ? (French) ». *What contribution the SRI analysis can make to the financial analysis? (English)* 85 (septembre 2006): 1-24.

M

Marcotte, Claude, et Pierre-André Julien. « Partage d'information et performance de coentreprises implantées par les PME québécoises dans les pays en développement ». *Revue internationale P.M.E.: Économie et gestion de la petite et moyenne entreprise* 8, n° 2 (1995): 175. <https://doi.org/10.7202/1008354ar>.

Marshall, Ben R., Nhut H. Nguyen, et Nuttawat Visaltanachoti. « Transaction Costs in an Illiquid Order-Driven Market ». *Accounting & Finance* 56, n° 4 (1 décembre 2016): 917-33. <https://doi.org/10.1111/acfi.12127>.

MARTINET, A.C. (coord.), *Epistémologies et Sciences de Gestion*, pp. 81-140.

MARTINE HLADY-RISPAL, « Une stratégie de recherche en gestion L'étude de cas », *Revue française de gestion*, n° 127, janvier-février 2000.

Malhotra N., Decaudin J, Bouguerra A. (2004), *Etudes marketing avec spss*, 4^{ème} édition, Pearson Education, p. 665.

MARTINET, A.C. (1990). « Grandes questions épistémologiques et sciences de gestion », dans MARTINET, A.C (coord.), *Epistémologies et sciences de gestion*, collection Gestion. Paris : Economica, pp. 1-29.

Martine Hlady-Rispal (2015). « Une stratégie de recherche en gestion l'étude de cas », *Revue Française de Gestion*, n°253, pp. 251-266.

Mayrhofer U., *Les rapprochements d'entreprises : perspectives théoriques et managériales*, *Revue management et avenir* 2007/4, N° 14, p. 81-99.

Ménard Claude. *Le pilotage des formes organisationnelles hybrides*. In: *Revue économique*, volume 48, n°3, 1997. pp. 741-750.

Ménard Claude, « Economie néo-institutionnelle et politique de la concurrence les cas des formes organisationnelles hybrides ». *Economie rurale*, n°277-278, 2003, pp. 45-60.

Ménard, C. (2004). The Economics of Hybrid Organizations. *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 160(3): 345-376.

MÉNARD C. [1996b], « On Clusters, Hybrids and Other Strange Forms. The Case of the French Poultry Industry », *Journal of Institutional and Theoretical Economics*, 152 (I),p. 154-183.

Michel Ghertman « Oliver Williamson et la théorie des coûts de transaction », *Revue française de gestion* n°142, 2003.

O

Ouchi, William G. « Markets, bureaucracies, and clans ». *Administrative science quarterly*, 1980, 129–141.

Olivier LAVASTRE, « Les Coûts de Transaction et Olivier E. Williamson : Retour sur les fondements », Xième Conférence de l'Association Internationale de Management Stratégique 13-14-15 juin 2001.

Oliver Williamson « les institutions de l'économie » préface de Michel Ghertman InterEditions 1994.

O.E. Williamson « The Economic Institutions of Capitalism » Free Press, a Division of Macmillan? Inc., New York, traduction française « les institutions de l'économie » préface de Michel Ghertman, 1994, InterEditions, Paris.

P

Paranque, Bernard. *La finance autrement ? Réflexions critiques sur la finance moderne*. Presses Universitaires du Septentrion, 2016.

Parant, C. (2011). Interview de Cyrille Parant », *Archives- Gestion d'Actifs*. Les Echos, 14-10.

Parant, C. (2010). MICROFIS fait appel à la titrisation pour soutenir la microfinance. AGEFI, www.agefi.fr/articles/MICROFIS Parant C. (2011), « Interview de Cyrille Parant », Archives-Gestion d'actifs Les Echos, 14 octobre.

Pascal Glémain, Marie Taupin (2007), « les logiques d'acteurs des finances solidaires contemporaines : de la résistance à la résilience » *Annals of Public and Cooperative Economics* 78 : 4.

PERRET, V. et SEVILLE, M. (2003), « Fondements épistémologiques de la recherche », *in* THIETART, R-A. et coll., *Méthodes de recherche en management*, 2^{ème} édition. Paris : Editions Dunod, pp. 13-33.

Pérez, Roland. « L'actionnaire socialement responsable ». *Revue française de gestion* no 141, n° 5 (2002): 131-51.

Pflügler et al. «The Explanatory Power of the Constructs of Transaction Cost Economics.pdf », (2016), s. d.

Philippe Gilles « Incertitude, risque et asymétrie d'information sur les marchés financiers », *Revue française d'économie*, volume 7 N° 2, 1992, pp.53-115.

R

Ravix, Jacques-Laurent. *Coopération entre les entreprises et organisation industrielle*. Recherche et entreprises. Paris: CNRS, 1996.

Revelli, Christophe. « La place de l'investissement socialement responsable (ISR) dans le champ de la finance durable: proposition d'une grille de lecture », n° 258 (11 novembre 2012): 43-49.

Revelli, Christophe, et Patrick Sentis. « L'investissement socialement responsable diffère-t-il vraiment de l'investissement conventionnel ? », mai 2012, 85-95.

Revelli, Christophe, et Jean-Laurent Viviani. « Les déterminants de l'effet de l'ISR sur la performance inancière : une analyse statistique de la littérature empirique. (French) ». *Revue Management et Avenir*, n° 44 (mai 2011): 34-59.

Rifkin J. (2014). *The Zero Marginal Cost Society: The Internet of Things. The Collaborative commons, and the Eclipse of Capitalism*, London: Palgrave Macmillan Trade.

Richard Arena, Nathalie Lazaric. La théorie évolutionniste du changement économique de Nelson et Winter: une analyse économique rétrospective. *Revue Economique*, Presses de Sciences Po, 2003, 54.

Roxane Duret, Marc Lassagne « Communautés de pratique et de gestion du retour d'expérience : le cas d'une entreprise de construction » AIMS, 2008.

S

Sagnier, Pascale. « PROMOTION ET INFORMATION ISR. (French) ». *SRI promotion and information. (English)* 85 (septembre 2006): 1-5.

Samuelson, William. « Bargaining under Asymmetric Information ». *Econometrica* 52, n° 4 (juillet 1984): 995. <https://doi.org/10.2307/1911195>.

Saussier, Stéphane, et Anne Yvrande-Billon. *Économie des coûts de transaction*. Repères 407. Paris: La Découverte, 2007.

Sfez, Flora. « Le marché des euro-obligations de 1963 à 2008: une organisation au risque de la bureaucratie. » Conservatoire national des arts et métiers-CNAM, 2010. <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00923001/>.

Staropoli, Carine, et Anne Yvrande-Billon. « La Dynamique Des Réformes D'industries De Réseaux: Le Cas De L'électricité Et Des Chemins De Fer En Grande-Bretagne ». *Annals of Public and Cooperative Economics* 80, n° 1 (1 mars 2009): 89-117. <https://doi.org/10.1111/j.1467-8292.2008.00378.x>.

Sébastien PLOCINICZAK, « Forme hybride et réseaux : une relecture structurale de la thèse williamsonienne de la transformation fondamentale » CEPN n-2002- 08 Octobre 2002.

T

Tamym Abdessemed, « Pour un renouveau de la méthode des cas dans la formation supérieure au management », 2014, CCMP.

THIETART R-A. et al. (2014), *Méthodes de recherche en management*, 4ème édition. Paris : Editions Dunod, 647 p.

Timothée Duverger (2016), « les transformations institutionnelles de l'économie sociale et solidaire en France des années 1960 à nos jours », *Revue Interventions économiques* [En ligne], 54 | 2016, mis en ligne le 01 mars 2016, consulté le 14 mars 2016. URL : <http://interventionseconomiques.revues.org/2711>

Tripier, Fabien. « Frictions de recherche sur les marchés financiers ». *Revue française d'économie* 28, n° 4 (2014): 15–47.

U

Ulrike Mayrhofer, « Les rapprochements, forme d'internationalisation privilégiée par les entreprises? », *Gestion* 2004/4 (Vol. 29), p. 15-22.

Ulrike Mayrhofer, « Les rapprochements d'entreprises : perspectives théoriques et managériales », *Management & Avenir* 2007/4 (n° 14), p. 81-99.

Ulrike Mayrhofer & Fabrice Roth, 1999. « Gestion de l'incertitude et influence de la diversification et de la nationalité sur les formes de rapprochement: une comparaison Allemagne, France et Royaume-Uni », *Finance Contrôle Stratégie – Volume 2, N° 4, décembre 1999*, p. 135 - 156.

V

Viviani, Jean-Laurent. « Investissement à impact social : une approche financière », *Marché et organisations*, vol. 31, no. 1, 2018, pp. 173-192.

Vallée, Pierre-Hugues. « La confiance: sa nature et son rôle dans le commerce électronique », 2006. <https://papyrus.bib.umontreal.ca/xmlui/handle/1866/9452>.

Vermeir, Wim, et Catherine Friedrich. « LA PERFORMANCE DE L'ISR. (French) ». *Performance on the SRI market. (English)* 85 (septembre 2006): 1 -14.

W

Weinstein, Olivier, DCA WILLIAMSON, et FEC DE TRANSACTION. « Les nouvelles théories de l'entreprise ». *Librairie Générale Française, Paris, 1995.*

Wiedemann-Goiran, Thierry, et Servane Pfister. « MODÈLES SOCIAUX ET ISR. (French) ». *Social models and SRI. (English)* 85 (Septembre 2006): 1-12.

Williamson, O. (1987). Transaction cost Economics: the comparative contracting perspective. *Journal of Economic Behavior and Organization*, 8(4): 617-626.

Williamson, O. (1991). Comparative Economics Organization: The Analysis of Discrete Structural Alternatives. *Administrative Science Quarterly*, 36(2) : 269-296.

Williamson, O. (1994). *Les Institutions économiques du capitalisme*, Paris, InterEditions.

Williamson, Oliver Eaton, Michel Ghertman, Régis Coeurderoy, et Emmanuelle Maincent. *Les institutions de l'économie*. Paris: InterÉd, 1994.

Williamson, Oliver Eaton, et Scott E. Masten. *The Economics of Transaction Costs*. Elgar Critical Writings Readers. Cheltenham (UK) Northampton (Mass.): E. Elgar, 1999.

Wilson, Robert. « Critères stricts de rationalité pour les comportements stratégiques ». *Revue française d'économie* 27, n° 3 (2012): 3–17.

WACHEUX, F. (1996), *Méthodes qualitatives et Recherche en gestion*, collection Gestion. Paris: Economica, 290 p.

Y

Yves Ullmo (1998), « Intermédiation, intermédiaires financiers et marché », *Revue d'économie financière* n°5, pp.639-654.

TABLE DES MATIERES

SOMMAIRE	3
INTRODUCTION GENERALE	4
1.1 LE CONTEXTE GENERAL DE LA RECHERCHE :.....	6
1.2 LES OBJECTIFS DE LA RECHERCHE.....	13
1.3 L'ARCHITECTURE DE LA RECHERCHE :.....	18
CHAPITRE PRELIMINAIRE – LA POSTURE EPISTEMOLOGIQUE ET LA DEMARCHE DE METHODOLOGIQUE	21
1.1 . L'ARTICULATION INTERPRETATIVISTE ET LA RECHERCHE MIXTE, ABDUCTIVE, DEDUCTIVE.....	24
1.1.1.LE CHOIX DE L'INTERPRETATIVISME	25
1.1.2. LE RECOURS A UNE STRATEGIE DE RECHERCHE MIXTE.....	28
1.1.3. LE DEPLOIEMENT D'UN MODE DE RAISONNEMENT ABDUCTIF, DEDUCTIF	31
1.2 LA METHODE D'ETUDE DE CAS : UNE STRATEGIE DE RECHERCHE EN GESTION.....	31
1.2.1 LA METHODE DE CAS, UNE APPROCHE APPROPRIEE POUR CETTE RECHERCHE	31
1.2.2 L'ETUDE DE CAS AU CŒUR DE NOTRE TRAVAIL DE RECHERCHE....	33
1.2.3 LA COLLECTE DE DONNEES.....	36
SYNTHESE DU CHAPITRE PRELIMINAIRE	37
TITRE 1 – LA COMPARAISON DE DEUX EMISSIONS OBLIGATAIRES PIONNIERES	39
CHAPITRE 1 : ETUDE DE L'ORGANISATION DES DEUX EMISSIONS OBLIGATAIRES RESPONSABLES	44
1.1. LES OBJECTIFS DES ETUDES DE CAS PRELIMINAIRES.....	44
1.1.1.OBJECTIF N°1 SITUER LE ROLE DU GERANT DE PORTEFEUILLE DANS L'ECOSYSTEME.....	44
1.1.2.OBJECTIF N°2 : LA DELIMITATION DU SUJET.....	44
1.1.3.OBJECTIF N°3 : LA CONSTRUCTION DE LA PROBLEMATIQUE	44
1.1.4.OBJECTIF N°4 : L'IDENTIFICATION DES THEORIES A MOBILISER	45
1.2. LE PLAN DE LA RECHERCHE	45

SECTION 1. ECOSYSTEME DES SOCIETES DE GESTION.....	47
1.1 L'APPETENCE DES GERANTS DE PORTEFEUILLE : CONTEXTE ET ENJEUX.....	48
1.2. L'ECONOMIE SOCIALE ET SOLIDAIRE	49
1.2.1. D'UNE FINANCE ALTERNATIVE VERS UNE FINANCE SOCIALE ET SOLIDAIRE.....	50
1.2.2.RENCONTRE DE L'OFFRE ET DE LA DEMANDE EN MICROFINANCE	54
1.2.3. DE LA DESINTERMEDIATION A L'INCLUSION FINANCIERE PARTENARIALE : LA MUTATION DE LA FINANCE DANS LE MONDE VERS UNE NOUVELLE DYNAMIQUE DE L'ECONOMIE SOCIALE ET SOLIDAIRE	57
1.3. L'ECOSYSTEME DES SOCIETES DE GESTION DE PORTEFEUILLE	58
1.3.1.LA SOCIETE DE GESTION COLLECTE DES INFORMATIONS, NOTE LES TITRES FINANCIERS.....	58
1.3.2.LA SOCIETE DE GESTION PARTICIPE AVEC SES FONDS A FOURNIR DES FONDS ISR A SES INVESTISSEURS.....	59
SECTION 2. ETUDE DE CAS N°1 AIR LIQUIDE	61
2.1 LA PRESENTATION DU CAS AIR LIQUIDE.....	63
2.1.1. EMISSION D'OBLIGATION ISR D'AIR LIQUIDE : INTRODUCTION & CONTEXTUALISATION	63
2.1.2. L'EXPERIENCE PIONNIERE AIR LIQUIDE : CARACTERISTIQUES DE L'EMISSION OBLIGATAIRE.....	65
2.1.3. OBJECTIFS & BUTS	68
2.2 LES RESULTATS DE L'ETUDE DE CAS EXPLORATOIRE.....	68
2.2.1. LA DEMARCHE MISE EN ŒUVRE.....	69
AIR LIQUIDE LANCE LE MARCHE DES OBLIGATIONS CORPORGES ISR.....	69
OBLIGATION ISR AIR LIQUIDE	69
LES OBLIGATIONS ENVIRONNEMENTALES ET SOCIALES	69
AIR LIQUIDE : EMISSION D'UN EMPRUNT OBLIGATAIRE ISR DE 500 MILLIONS D'EUROS	69
2.2.2. LA METHODE D'ANALYSE	70
2.2.3. LES ENSEIGNEMENTS DE L'ETUDE DE CAS.....	73
2.3 LE ROLE DE LA SOCIETE DE GESTION.....	77

SECTION 3. L'ETUDE DE CAS N°2 MICROFIS.....	80
3.1 LA PRESENTATION DE L'ETUDE DE CAS MICROFIS: EMISSION D'OBLIGATION ISR MICROFINANCE A DESTINATION DES INVESTISSEURS ISR	81
3.1.1. EMISSION D'OBLIGATION MICROFINANCE ET SOLIDAIRE MICROFIS : INTRODUCTION & CONTEXTUALISATION.....	81
3.1.2. L'EXPERIENCE PIONNIERE DE MICROFIS : CARACTERISTIQUES DE L'EMISSION OBLIGATAIRE.....	82
3.1.3. OBJECTIFS & BUTS	82
3.2 LES RESULTATS DE L'ETUDE DE CAS.....	84
3.2.1. LA DEMARCHE MISE EN ŒUVRE.....	84
3.2.2. LE GUIDE D'ENTRETIEN	84
3.2.3. LES ENSEIGNEMENTS DE L'ETUDE DE CAS.....	85
3.3 LE ROLE DE LA SOCIETE DE GESTION.....	88
SECTION 4. LE CROISEMENT DES DONNEES DES DEUX ETUDES DE CAS	93
4.1 LA COMPARAISON DES DEUX ETUDES DE CAS PIONNIERS.....	94
4.2 CONCLUSION DE LA SECTION 4.....	99
SYNTHESE DU CHAPITRE PREMIER.....	102
1. L'AFFIRMATION DE LA PROBLEMATIQUE	102
2. L'IDENTIFICATION DES THEORIES A MOBILISER.....	104
CHAPITRE 2 – L'AFFIRMATION DE LA PROBLEMATIQUE.....	106
SECTION 1 : LA MOBILISATION DE LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTION	108
1.2 LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTION : LA CONSTRUCTION D'UN CADRE D'ANALYSE	109
2.2 LE CHOIX DU MODE ORGANISATIONNEL.....	110
SECTION 2 : LES DIFFERENTS MODES D'ORGANISATION DE LA TRANSACTION	114
2.1 LA FORME ORGANISATIONNELLE « MARCHE ».....	116
2.2 LA FORME ORGANISATIONNELLE « HIERARCHIE ».....	117
2.3 LA FORME ORGANISATIONNELLE « HYBRIDE »	117

SECTION 3 : LA COMPARAISON DES DEUX MODELES SIMPLE ET HYBRIDE	125
3.1 LE MODELE D'ORGANISATION SIMPLE AIR LIQUIDE	126
3.2 LE MODELE D'ORGANISATION HYBRIDE MICROFIS	129
SYNTHESE DU DEUXIEME CHAPITRE	133
SYNTHESE DU TITRE PREMIER	135
TITRE 2 – TEST DE LA SENSIBILITE DES GERANTS DE FONDS AUX DEUX MODELES	136
LE PLAN DE L'ETUDE EMPIRIQUE	138
CHAPITRE 1 – LE CHOIX DE LA METHODE QUANTITATIVE	140
SECTION 1. LE RECUEIL DES DONNEES	142
1.1 LE CHOIX DES GERANTS DE PORTEFEUILLE	143
1.2 LA CONSTRUCTION DE L'ECHANTILLON	143
1.3 L'ELABORATION DU QUESTIONNAIRE	143
SECTION 2. LA PHASE DE COLLECTE DE DONNEES ET LA SCIENTIFICITE DE LA RECHERCHE	145
2.1 LA COLLECTE DES DONNEES	146
2.1.1. LE DEROULEMENT DU PRETEST ET LA PHASE DE COLLECTE	146
2.1.2.L'ENQUETE PAR VOIE DE QUESTIONNAIRES	146
2.2 LA PRESENTATION DES RESULTATS D'ANALYSE	147
2.3 LA NATURE SCIENTIFIQUE DE LA CONNAISSANCE PRODUITE	148
2.4 LA VALIDITE DE LA RECHERCHE	148
2.4.1. LA VALIDITE INTERNE	149
2.4.2. LA VALIDITE EXTERNE	149
CHAPITRE 2 – RESULTATS DE RECHERCHE ET DISCUSSION	151
SECTION 1. REGARD DE L'INVESTISSEUR SUR LES DEUX MONTAGES	153
1.1 L'ANALYSE DESCRIPTIVE DES REpondANTS	154

1.2 L'APPRECIATION DES GERANTS DU MODELE D'ORGANISATION SIMPLE	156
1.3 L'APPRECIATION DES GERANTS DU MODELE D'ORGANISATION HYBRIDE	160
1.4 LE CROISEMENT DE L'APPRECIATION DES DEUX MODELES D'ORGANISATION SIMPLE ET HYBRIDE.....	164
SECTION 2. L'ANALYSE FACTORIELLE DES REpondANTS	168
2.1 L'APPRECIATION DES GERANTS DE FONDS DU MODELE D'ORGANISATION SIMPLE.....	170
2.2 L'APPRECIATION DES GERANTS DE FONDS DU MODELE D'ORGANISATION HYBRIDE	174
SECTION 3. L'ANALYSE TYPOLOGIQUE DES REpondANTS	178
3.1 OBJECTIFS DE L'ANALYSE TYPOLOGIQUE ET METHODOLOGIE	179
3.2 LES RESULTATS DE L'ANALYSE TYPOLOGIQUE.....	182
SECTION 4. L'ANALYSE DISCRIMINANTE DES REpondANTS	187
4.1 OBJECTIFS DE L'ANALYSE DISCRIMINANTE ET METHODOLOGIE.....	188
4.2 LES RESULTATS DE L'ANALYSE DISCRIMINANTE.....	189
DISCUSSION DES RESULTATS	194
1. RETOUR SUR LA THEORIE DES COUTS DE TRANSACTION	194
2. REcul SUR LE GERANT	203
CONCLUSION DU TITRE SECOND	206
CONCLUSION GENERALE	207
1.1. LA SYNTHESE DES APPORTS DE LA RECHERCHE	210
1.1.1 LES APPORTS THEORIQUES	210
1.1.2.LES APPORTS METHODOLOGIQUES	211
1.1.3.LES APPORTS MANAGERIAUX.....	211
1.2. L'IDENTIFICATION DES LIMITES DU TRAVAIL DOCTORAL ET VOIES DE RECHERCHES FUTURES.....	212
BIBLIOGRAPHIE	215

Titre : Organisation d'une émission obligataire socialement responsable : la perception du gestionnaire d'actifs

Mots clés : Arrangement organisationnel, Transaction, Economie sociale et solidaire, Hybridation, inclusion financière, titrisation, microfinance

Résumé : L'évolution des nouvelles pratiques de l'investissement socialement responsable ouvre la voie à des modes d'organisation innovants. Un grand marché est né entre l'offre et la demande, de nouvelles « architectures transactionnelles » proposant des émissions obligataires socialement responsables voient le jour. L'objectif étant de créer la liquidité et de contribuer au développement économique et social.

L'étude des arrangements organisationnels qui ont abouti à émettre une obligation socialement responsable à destination de la société de gestion se nourrit de deux expériences pionnières. Le contexte organisationnel nous amène à nous interroger sur la place du gérant de fonds dans le financement de l'économie solidaire. La société de gestion de portefeuille, acteur majeur au cœur des modes d'organisations, se positionne entre les émetteurs d'obligations et les investisseurs souhaitant intégrer des critères extra-financiers dans leurs choix de sélection de portefeuille.

La problématique de notre travail de recherche s'intéresse à l'étude de l'attractivité des gestionnaires d'actifs face à des mécanismes différenciés d'Economie Sociale et Solidaire. Ainsi, dans le cadre de cette thèse, nous proposons d'étudier la perception du point de vue du gérant de fonds de deux modes d'organisation différents, qui aboutissent à la construction d'un produit qualifié d'ISR dans le sens où il répond aux attentes des investisseurs souhaitant intégrer des dimensions extra-financières dans leurs choix de sélection de produits.

Dans cette optique, le gérant de fonds ISR est amené à prendre des décisions quant au choix des produits dans son processus de construction du portefeuille. Il joue un double rôle de constructeur de performance ESG et d'intermédiaire financier et doit faire face à un ensemble de contraintes de gestion mais aussi vis-à-vis de ses partenaires.

Title : Organization of a socially responsible bond issue: the perception of the asset manager

Keywords : Organizational arrangement, Transaction, social and solidarity economy, Hybridization, financial inclusion, securitisation, microfinance

Abstract: The evolution of the new practices of the socially responsible investment opens the way for innovative modes of organization. A big market was born between supply and demand, new "transactional architectures" proposing socially responsible bond issues. The objective being to create the liquidity and to contribute to the economic and social development.

The study of the organizational arrangements which succeeded to emit a socially responsible obligation aimed at the management company feeds on two experiences pioneers. The organizational context brings us to wonder about the place of the fund manager in the financing of the united economy. The asset management, at the heart of the organization modes, is positioned between the bond issuer and the investors wishing to integrate extra-financial dimension into their choices of selection of asset.

The problem of our research work is interested in the study of the attractiveness of the asset managers in the face of mechanisms differentiated of Voluntary and united Sector. So, within the framework of this thesis, we suggest studying the perception from the point of view of the fund manager of two different modes of organization, which end in the construction of a product qualified as SRI in the sense where he meets the expectations of investors wishing to integrate extra-financial dimensions into their choices of selection of products.

From this perspective, the fund manager SRI is brought to make decisions as for the choice of products in its process of construction of the portfolio. He plays double role of construction social performance and financial intermediary and has to face a set of constraints of management but also towards these partners.