

## **L'investissement à impact social au Maroc : un nouveau paradigme de développement ou une financiarisation de l'inclusion ? Analyse théorique des tensions et des hybridations**

Social Impact Investing in Morocco : A New Development Paradigm or a Financialization of Inclusion ? A Theoretical Analysis of Tensions and Hybridizations.

Auteur 1 : CHAKIR Achraf..

Auteur 2 : LOULID Adil..

### **CHAKIR Achraf**

Doctorant, Laboratoire de performance économique et logistique, Université Hassan II de Casablanca, Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Mohammedia, Maroc

### **LOULID Adil**

Professeur de l'enseignement supérieur, Laboratoire de performance économique et logistique, Université Hassan II de Casablanca, Faculté des sciences juridiques, économiques et sociales Mohammedia, Maroc

**Déclaration de divulgation** : L'auteur n'a pas connaissance de quelconque financement qui pourrait affecter l'objectivité de cette étude.

**Conflit d'intérêts** : L'auteur ne signale aucun conflit d'intérêts.

**Pour citer cet article** : CHAKIR .A & LOULID .A (2026) « L'investissement à impact social au Maroc : un nouveau paradigme de développement ou une financiarisation de l'inclusion ? Analyse théorique des tensions et des hybridations », African Scientific Journal « Volume 03, Num 34 » pp: 1373 – 1403.



DOI : 10.5281/zenodo.18808873  
Copyright © 2026 – ASJ



**Résumé :**

L'investissement à impact social se développe rapidement au Maroc, à la croisée des stratégies nationales de développement et des logiques financières internationales. Cet article vise à dépasser l'opposition simpliste entre les visions optimiste et critique de ce phénomène pour analyser ses spécificités marocaines. Par une analyse théorique et conceptuelle, il confronte les cadres globaux de l'impact investing aux réalités institutionnelles, culturelles et économiques du Maroc. Il révèle une hybridation normative active, où des acteurs comme l'État et les institutions financières nationales réorientent partiellement les capitaux et les méthodes d'impact vers les priorités locales. La principale conclusion de cette recherche est que le cas marocain illustre l'émergence d'un modèle original d'impact investing encadré, qui constitue une troisième voie théorique entre l'adoption naïve des paradigmes financiers globaux et leur rejet critique. Ce concept invite à repenser la souveraineté financière des pays du Sud comme une capacité à canaliser stratégiquement les capitaux internationaux au service de projets de développement nationaux.

**Mots-clés :** Investissement à impact social ; développement territoriale ; encastrement ; hybridité normative ; souveraineté financière sociale

**Abstract :**

Social impact investing is rapidly developing in Morocco, at the intersection of national development strategies and international financial logics. This article aims to move beyond the simplistic opposition between optimistic and critical views of this phenomenon to analyze its Moroccan specificities. Through a theoretical and conceptual analysis, it confronts the global frameworks of impact investing with the institutional, cultural, and economic realities of Morocco. It reveals an active normative hybridization, where actors like the state and national financial institutions partially reorient capital and impact methods toward local priorities. The main conclusion of this research is that the Moroccan case illustrates the emergence of an original model of embedded impact investing, which constitutes a third theoretical path between the naive adoption of global financial paradigms and their critical rejection. This concept invites a reconceptualization of the financial sovereignty of Southern countries as a capacity to strategically channel international capital in service of national development projects.

**Keywords :** Social impact investing ; Territorial development ; embeddedness ; normative hybridity ; Social financial sovereignty

## Introduction :

Face aux limites persistantes de l'aide publique au développement et de la philanthropie traditionnelle, l'investissement à impact social émerge globalement comme une promesse de nouvelle efficacité. Positionné à la frontière du marché et de l'intérêt général, il ambitionne de générer un rendement financier tout en créant un impact social et environnemental positif. Ce mouvement, porté par des acteurs financiers internationaux, des fondations philanthropiques et des institutions de développement, prétend combler le déficit de financement des Objectifs de Développement Durable (ODD) en mobilisant des capitaux privés à grande échelle. Le Maroc constitue un terrain d'observation privilégié et un véritable laboratoire pour interroger ce phénomène. L'écosystème national de l'impact investing connaît une croissance rapide, stimulée par une régulation proactive (notamment de Bank Al-Maghrib), des stratégies gouvernementales volontaristes (Nouveau Modèle de Développement, Initiative Nationale pour le Développement Humain) et la dynamique propre de la finance islamique. Cette convergence unique de logiques internationales, nationales-structurantes et culturellement situées fait du cas marocain un objet d'étude essentiel pour dépasser les généralités théoriques. Analyser cette configuration spécifique permet d'éclairer les mécanismes concrets par lesquels un paradigme global est adopté, négocié, transformé et réapproprié dans un contexte du Sud, offrant ainsi des enseignements précieux tant pour la recherche académique que pour l'action publique. Dans ce contexte, cet article pose la question centrale suivante : « Dans quelle mesure le développement de l'impact investing au Maroc reconfigure-t-il théoriquement les notions de développement, d'inclusion et de souveraineté économique ? Représente-t-il principalement l'avènement d'un modèle efficace de finance mixte, capable de catalyser des ressources nouvelles pour les priorités sociales, ou incarne-t-il avant tout l'avancée d'une rationalité financière dans le champ social, risquant de subordonner les objectifs d'inclusion aux impératifs de rendement et de métrique ? »

Pour répondre à cette problématique, notre démonstration s'articulera en quatre temps, chacun s'appuyant sur des ancrages théoriques précis. La première partie structurera le champ théorique en confrontant trois perspectives distinctes. Elle s'appuiera sur le récit optimiste et fonctionnaliste, inspiré des travaux de (Bugg-Levine, 2011), qui présente l'impact investing comme une innovation financière rationnelle et efficiente. Le récit critique de l'économie politique, nourri par les analyses de (Chiapello, 2015) et (Mader, 2015) sur la financiarisation, qui interprète ce phénomène comme l'extension d'une rationalité néolibérale au champ social et le récit pragmatique et institutionnaliste, s'inspirant des études sur l'hybridité (Battilana, 2014)

et les travaux de (Nicholls, *The Legitimacy of Social Entrepreneurship: Reflexive Isomorphism in a Pre-Paradigmatic Field.* , 2010), qui analyse ce domaine comme un espace de négociation et de construction institutionnelle. Nous expliciterons ensuite notre posture méthodologique, qui consiste en une analyse conceptuelle critique. Cette démarche, relevant de la Grounded Theory (Strauss, 1998), sera mise en œuvre par une revue documentaire ciblée et une analyse de discours (Fairclough, *Analysing Discourse: Textual Analysis for Social Research.* , 2003) des textes stratégiques marocains et internationaux. Elle vise à confronter systématiquement les concepts théoriques globaux aux matériaux empiriques locaux. La troisième partie appliquera ce cadre pour décortiquer la configuration marocaine. L'analyse sera guidée par le concept polanyien d'encastrement (Polanyi, 1944), examinant comment les logiques financières globales sont reçues, infléchies et hybridées par les institutions nationales (Bank Al-Maghrib), les stratégies de développement territorial (Nouveau Modèle de Développement) et les cadres normatifs alternatifs (finance islamique). Nous y identifierons les tensions productives qui en résultent. Enfin, la discussion synthétisera ces analyses pour proposer le concept d'impact investing encadré comme contribution théorique majeure. Ce concept, dérivé de l'articulation entre la théorie de l'hybridité et le cadre polanyien, désigne un modèle où les capitaux et les pratiques d'impact sont canalisés et légitimés par un projet politique et social national. Nous en discuterons les implications pour repenser la souveraineté économique des pays du Sud face aux paradigmes financiers globaux, avant de conclure sur les pistes de recherche ouvertes.

## **1. Cadre théorique : les trois grands récits de l'impact investing**

### **1.1. Le récit optimiste : l'impact investing comme solution de marché innovante et efficace**

Le récit optimiste, dominant dans les discours institutionnels et entrepreneuriaux, présente l'impact investing comme une innovation financière rationnelle et nécessaire, capable de corriger les défaillances des mécanismes traditionnels de financement du développement. Porté par des institutions comme le Global Impact Investing Network (GIIN) et des auteurs fondateurs tels que (Bugg-Levine, 2011), ce récit s'articule autour d'une conviction centrale stipulant que la puissance des marchés et de l'entrepreneuriat peut être utilisée pour résoudre les problèmes sociaux et environnementaux avec une efficacité supérieure à celle de l'aide publique ou de la philanthropie seule. Son premier postulat est l'existence d'un déficit de financement critique pour atteindre les Objectifs de Développement Durable (ODD). Face à l'insuffisance des fonds publics et des dons, l'impact investing est présenté comme le seul moyen de mobiliser

l'énorme réservoir de capitaux privés nécessaire qui est estimé à plusieurs milliers de milliards de dollars pour combler cet écart (GIIN, Annual Impact Investor Survey.). Le deuxième pilier est la promesse d'une efficacité allocative supérieure du capital privé. Selon cette perspective, la discipline du marché, la recherche de rendement et l'innovation qu'elle suscite garantissent que les ressources sont dirigées vers les solutions les plus efficaces et les modèles les plus durables, évitant ainsi les écueils supposés de la bureaucratie ou de l'assistanat (Bugg-Levine, 2011). Cette logique culmine dans le concept fétiche du « win-win » ou de la double finalité la possibilité de générer simultanément un rendement financier concurrentiel et un impact social/environnemental mesurable et positif. Ce paradigme ne voit pas de contradiction fondamentale entre les deux objectifs mais au contraire, il postule que la création de valeur sociale peut être une source de valeur économique, notamment en ouvrant de nouveaux marchés, en renforçant la résilience des entreprises et en répondant aux attentes croissantes des consommateurs et des investisseurs.

L'**entrepreneuriat social** incarne l'acteur idéal-typique de ce récit. Elle est vu comme un innovateur agile, capable de concevoir des modèles économiques hybrides qui concilient mission et viabilité financière, là où l'État ou le secteur privé traditionnel échouent. Ce récit célèbre ainsi une forme de pragmatisme qui transcende les idéologies, proposant une **troisième voie** entre capitalisme pur et action caritative (Nicholls, The Legitimacy of Social Entrepreneurship: Reflexive Isomorphism in a Pre-Paradigmatic Field. , 2010). Une critique interne à ce récit concerne toutefois le risque de dérive de la mission, où la pression pour générer des rendements financiers pourrait progressivement marginaliser l'objectif social. Les défenseurs optimistes reconnaissent ce défi mais le considèrent comme un problème de gouvernance et de mesure, soluble par des cadres robustes de gestion de l'impact et un alignement des intérêts.

### **1.2. Le récit critique : l'impact investing comme outil de financiarisation et néolibéralisation sociale**

À l'opposé du récit optimiste, le récit critique, ancré dans l'économie politique internationale et la sociologie économique, propose une lecture radicalement différente de l'impact investing. Il n'y voit pas une innovation bienveillante, mais l'avancée d'une rationalité financière et néolibérale dans la sphère sociale, un processus de financiarisation (Mader, 2015). Ce concept décrit la domination croissante des logiques, des acteurs et des métriques de la finance sur des domaines de vie toujours plus étendus, y compris la réponse aux besoins sociaux fondamentaux.

Selon cette perspective, l'impact investing opère une transformation profonde, il traduit des biens publics et des droits sociaux (l'accès à l'eau, à la santé, à un environnement sain, à l'inclusion financière) en opportunités d'investissement et en marchés à impact. Ce faisant, il redéfinit les bénéficiaires en clients ou en segments de marché sous-servis, et les problématiques structurelles de pauvreté ou d'inégalité en problèmes techniques de déficit de capital et d'efficacité organisationnelle (Roy, 2010). L'exigence de mesurabilité de l'impact, promue par le récit optimiste, est ici analysée comme une technologie de gouvernance qui impose une vision réductionniste et quantifiable de la valeur sociale, souvent au détriment d'approches plus holistiques, contextuelles ou politiques (Chiapello, 2015). Cette financiarisation s'accompagne d'une néo libéralisation du social, où l'État se désengage partiellement de sa fonction de pourvoyeur de biens publics au profit de solutions de marché portées par des entrepreneurs et des investisseurs privés. Le risque majeur identifié est celui de la dérive de la mission, où la pression pour générer un rendement financier finit par subordonner, voire évincer, l'objectif social initial (Ebrahim A. B., 2014). La promesse du « win-win » est ainsi considérée comme instable, la logique financière tendant à dominer à moyen terme. Enfin, appliquée au contexte des relations Nord-Sud, cette critique se double d'une accusation de néo-colonialisme financier (Roy, 2010). Les capitaux d'impact, majoritairement originaires du Nord global, imposeraient leurs cadres normatifs (ce qu'est un « bon » impact, un projet « bancable »), leurs méthodes de gestion et leurs attentes de rendement, façonnant ainsi les priorités de développement des pays du Sud selon une logique extérieure. Cette dynamique pourrait reproduire des relations de dépendance, où l'agenda social local est calibré pour correspondre aux critères d'investissement des fonds internationaux, limitant la souveraineté dans la définition des modèles de développement.

### **1.3.Le récit pragmatique : l'impact investing comme champ hybride en construction**

À distance des prescriptions normatives du récit optimiste et des dénonciations structurelles du récit critique, le récit pragmatique ou institutionnaliste adopte une perspective analytique différente. Il ne juge pas *a priori* la valeur ou le danger de l'impact investing, mais l'étudie comme un champ organisationnel en émergence, caractérisé par une hybridité constitutive et un travail permanent de construction institutionnelle (Battilana, 2014). Ce récit fournit les outils conceptuels les plus féconds pour analyser les dynamiques concrètes et les arrangements locaux, comme ceux à l'œuvre au Maroc. Son point de départ est la reconnaissance de l'hybridité comme trait fondamental. L'impact investing opère à la frontière d'institutions

logiques auparavant distinctes : la logique de marché (profit, efficacité), la logique sociale (bien commun, redistribution) et parfois la logique étatique (régulation, souveraineté). Les organisations qui y participent fonds, entreprises sociales, institutions intermédiaires sont donc des organisations hybrides qui doivent intégrer, gérer et équilibrer ces logiques potentiellement contradictoires en leur sein. Cette hybridité n'est pas vue comme une pathologie comme la dérive de la mission, mais comme une condition d'existence qui génère des tensions créatrices et des innovations. Le deuxième concept central est l'innovation institutionnelle. L'impact investing ne se contente pas d'appliquer des modiques financiers existants, il invente de nouveaux instruments (obligations à impact social, dette convertible), de nouvelles métriques (IRIS+, SROI) et de nouvelles formes de partenariat (finance mixte). Ce travail d'innovation vise à créer les règles du jeu, les normes et les cadres cognitifs qui vont stabiliser et légitimer ce champ encore pré-paradigmatique (Nicolopoulou, 2017). L'analyse se focalise ainsi sur les acteurs (réseaux comme le GIIN, régulateurs, chercheurs) qui participent à cette fabrique institutionnelle. Ce processus est fondamentalement une recherche de légitimité. Pour attirer des capitaux, des talents et un soutien politique, les acteurs de l'impact investing doivent prouver leur crédibilité à la fois auprès du monde de la finance (en démontrant leur sérieux financier) et auprès du monde du développement social (en démontrant leur intégrité missionnelle) (Nicholls, *The Legitimacy of Social Entrepreneurship: Reflexive Isomorphism in a Pre-Paradigmatic Field.*, 2010). Cette quête de légitimité hybride explique l'importance cruciale accordée au récit du « win-win » et aux dispositifs de mesure d'impact, qui fonctionnent comme des outils de communication et de preuve vis-à-vis de ces publics multiples (Masetti, 2019).

## **2. Méthodologie de recherche :**

Cette recherche s'inscrit dans un positionnement épistémologique interprétativiste, considérant que la réalité de l'impact investing au Maroc est socialement construite à travers les discours, les représentations et les cadres normatifs produits par les acteurs institutionnels. Ce positionnement reconnaît que la connaissance ne peut être séparée du contexte qui la génère et que l'accès aux réelles passes nécessairement par l'interprétation des significations que les acteurs attribuent à leurs pratiques (Glaser, 1967). Dans cette perspective, le mode de raisonnement adopté est abductif, articulant un va-et-vient constant entre les cadres théoriques existants (les trois récits de l'impact investing) et les observations issues du matériau documentaire marocain, afin de faire émerger des catégories analytiques nouvelles et contextualisées. Concrètement, la démarche méthodologique privilégie une approche

qualitative de théorie ancrée contextualisée (Strauss, 1998), visant à élaborer un cadre théorique original à partir d'un examen systématique de matériaux discursifs et documentaires (rapports stratégiques nationaux, textes législatifs, littérature académique). Elle se distingue ainsi d'une étude empirique fondée sur la collecte de données primaires, en privilégiant une construction théorique inductive ancrée dans l'analyse de documents existants, considérés comme des traces des rationalités et des négociations à l'œuvre dans l'écosystème étudié. Notre approche méthodologique repose sur deux piliers complémentaires, organisés en trois étapes itératives :

➤ **Une revue documentaire critique et ciblée**

La première phase consiste en une collecte et une analyse systématique de documents pertinents pour saisir les discours, les représentations et les dynamiques de l'impact investing au Maroc. Le corpus est construit de manière stratégique autour de trois catégories :

- **Documents institutionnels et stratégiques nationaux** : Le Nouveau Modèle de Développement (CSMD, 2021), les circulaires et rapports de Bank Al-Maghrib sur la finance solidaire et participative, et les documents de l'Initiative Nationale pour le Développement Humain (INDH). Ces textes permettent de cerner le cadre normatif et les objectifs politiques portés par les autorités marocaines.
- **Publications d'acteurs de l'écosystème** : Rapports annuels de fonds d'impact nationaux et internationaux opérant au Maroc, études de cabinets de conseil, et communications d'incubateurs spécialisés (comme le RISE). Ils révèlent les logiques pratiques, les critères d'investissement et les défis opérationnels.
- **Littérature académique** : Articles scientifiques, thèses et ouvrages traitant de l'entrepreneuriat social, de la finance inclusive et du développement au Maroc et dans les économies émergentes. Cette analyse permet de situer notre réflexion dans les débats scientifiques en cours (Bowen, 2009).

➤ **Une analyse conceptuelle et discursive**

La seconde phase consiste en l'analyse approfondie de ce corpus. Nous procédons par :

- **Codage et catégorisation** : Suivant les principes de la *Grounded Theory* (Glaser, 1967); (Charmaz, 2006), nous appliquons un codage thématique aux documents pour identifier les concepts récurrents, les tensions narratives et les schémas d'argumentation. Ce codage ouvert permet de faire émerger des catégories analytiques depuis les données

textuelles elles-mêmes (par ex. : "résistance normative", "hybridation instrumentale", "souveraineté financière").

- **Analyse critique de discours** : Nous examinons comment le langage, dans les différents types de documents, construit la réalité de l'impact investing (Fairclough, 1995) Cette analyse dévoile les rapports de pouvoir sous-jacents, les présupposés idéologiques et les stratégies de légitimation employées par les divers acteurs.
- **Confrontation théorique constante** : Les catégories émergentes de l'analyse documentaire sont constamment mises en dialogue avec les trois récits théoriques exposés précédemment (optimiste, critique, pragmatique). Ce va-et-vient entre matériaux empiriques textuels et cadres théoriques permet d'affiner les concepts et de construire une proposition théorique ancrée dans le contexte spécifique du Maroc.

### ➤ **La construction du concept d'impact investing encadré**

La phase finale est déductive et synthétique. À partir des catégories saturées et des tensions identifiées, nous élaborons le concept intégrateur d'impact investing encadré. Ce concept est proposé comme un outil théorique pour rendre compte de la spécificité du modèle marocain, où les capitaux et les normes globales sont activement reconfigurés par des institutions et des finalités locales. La validité théorique de ce concept est établie par sa capacité à rendre compte de façon cohérente et éclairante des dynamiques observées dans le corpus, offrant ainsi une grille de lecture nouvelle pour des contextes similaires.

En résumé, cette méthodologie rigoureuse de triangulation documentaire et d'analyse conceptuelle nous permet de construire une argumentation théorique solide et novatrice, ancrée dans une compréhension fine de la réalité marocaine.

## **3. Résultat et discussions :**

### **3.1. Le laboratoire marocain : tensions et hybridations**

#### **3.1.A. L'écosystème marocain : pluralité d'acteurs et de rationalités**

Le paysage marocain de l'investissement à impact social est un écosystème en pleine structuration, caractérisé par la coexistence et l'interaction d'acteurs aux rationalités et aux origines diverses. Cette configuration plurielle, loin de constituer un modèle uniforme, est le

théâtre de dynamiques de complémentarité, de concurrence et de négociation qui façonnent l'orientation réelle du secteur.

➤ **Les acteurs internationaux et la rationalité financière globalisée**

L'écosystème est en partie irrigué par des fonds d'impact internationaux (comme des fonds de capital-investissement à impact) et des fondations philanthropiques transnationales. Leurs interventions s'inscrivent généralement dans une logique de marché sophistiquée, importée des grands centres financiers. Ils introduisent des exigences fortes en matière de scalabilité des modèles d'affaires, de rigueur métrique (via l'utilisation de cadres comme l'IRIS+ du GIIN) et de stratégie de sortie (*exit*) claire pour les investisseurs (Bugg-Levine, 2011). Leur rationalité, bien qu'intentionnellement sociale, demeure ancrée dans une culture financière où le rendement ajusté au risque et la démonstration d'impact quantifiable sont primordiaux. Leur présence apporte des capitaux significatifs et un savoir-faire technique, mais peut créer une tension avec des modèles sociaux ancrés localement et moins tournés vers la croissance rapide.

➤ **Les acteurs nationaux publics et la rationalité de développement souverain**

Face à ces logiques globales, l'État marocain et ses institutions agissent comme des architectes et des régulateurs actifs, incarnant une rationalité de développement souverain et territorialisé. Des dispositifs comme le Fonds de Garantie des Initiatives des Jeunes (FONGIP) ou les programmes de Bank Al-Maghrib en faveur de la finance solidaire et participative ont pour objectif premier de canaliser le financement vers des priorités nationales (emploi des jeunes, inclusion financière, développement régional) telles que définies par le Nouveau Modèle de Développement (CSMD, 2021). Leur logique n'est pas principalement financière, mais politique et sociale, il s'agit de corriger les déséquilibres territoriaux, de lutter contre l'exclusion et de favoriser une croissance inclusive. Leurs instruments (garanties, lignes de refinancement à taux bonifiés) visent souvent à atténuer le risque perçu par le secteur privé, jouant un rôle de "sourdine" aux exigences de rendement du marché.

➤ **Les acteurs hybrides et la rationalité culturellement située : le cas de la finance islamique**

Une troisième rationalité, propre au contexte marocain et maghrébin, émerge via les acteurs de la finance islamique ou participative. Des banques comme Umnia Bank ou les fenêtres participatives des établissements conventionnels proposent des instruments (Mourabaha,

Moudaraba, Sukuk) fondés sur l'interdiction de l'intérêt (*riba*) et le partage des pertes et profits. Cette approche introduit une rationalité éthique et communautaire distincte, où la finalité sociale est inhérente au contrat financier lui-même. Une étude empirique menée auprès de coopératives de la région de Souss-Massa confirme cette attractivité normative : une large majorité des structures d'ESS interrogées perçoivent la finance islamique comme alignée sur leurs valeurs de solidarité et de justice, et préféreraient ses produits (notamment la *Musharakah*) à des instruments de finance conventionnels ou alternatifs, quand bien même leurs conditions financières seraient équivalentes (Drissi, 2020). Cette logique entre ainsi en complémentarité de valeurs avec l'impact investing (partage d'une finalité éthique) tout en offrant une alternative culturellement située aux modèles économiques standards calibrés sur des taux d'intérêt fixes. L'écosystème marocain n'est donc ni une simple copie du modèle global, ni un modèle purement autarcique. Il est le produit d'une hybridation normative active où ces rationalités s'entremêlent. On observe une complémentarité pragmatique, les fonds publics atténuent les risques pour attirer les capitaux privés, tandis que la discipline de marché des acteurs internationaux peut renforcer la rigueur de gestion des entreprises sociales. Cependant, des tensions structurelles persistent entre la recherche de rendement financier et la priorité à l'impact territorial, entre la standardisation des métriques d'impact et la nécessaire adaptation aux contextes locaux et entre la vision d'une entreprise sociale comme un acteur économique scalable et sa perception comme un acteur de développement communautaire.

### **3.1.B. La mesure d'impact à l'épreuve du terrain : entre standardisation globale et nécessité locale**

La mesure d'impact constitue un enjeu central et une ligne de fracture dans l'écosystème de l'investissement à impact. Elle cristallise la tension fondamentale entre, d'une part, l'impératif de standardisation des cadres d'évaluation pour satisfaire aux exigences des bailleurs de fonds internationaux et, d'autre part, la nécessité de contextualisation pour appréhender la réalité complexe et multidimensionnelle de l'impact social sur les territoires marocains. Pour attirer les capitaux d'impact internationaux, les entreprises sociales et les fonds locaux sont incités à adopter des cadres de mesure standardisés. Le Global Impact Investing Network (GIIN) promeut ainsi l'IRIS+, un catalogue d'indicateurs universels visant à harmoniser le reporting et à permettre la comparaison et l'agrégation des données à l'échelle mondiale (GIIN, S.d.). Parallèlement, l'alignement sur les Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies est devenu une norme de communication quasi obligatoire, servant de langage commun entre investisseurs globaux et projets locaux (UN, 2015). Ces cadres répondent à une

logique de réduction de l'asymétrie d'information et de création d'un « marché de l'impact » lisible et efficient pour les investisseurs (Brest, 2013). Leur adoption est souvent perçue comme un gage de crédibilité et de professionnalisme. Cette quête de standardisation fait l'objet de vives critiques théoriques. Des chercheurs soulignent que la mesure d'impact relève moins d'une science exacte que d'un processus social et politique de construction de la réalité (Nicholls, 2009). La primauté accordée aux indicateurs quantitatifs et facilement comparables (nombre de bénéficiaires, tonnes de CO<sub>2</sub> évitées) peut conduire à une déformation des priorités, favorisant les projets aux impacts simples et directs au détriment d'interventions plus systémiques, relationnelles ou à long terme sur le capital social (Ebrahim A. &, 2014).

Dans le contexte marocain, ce modèle présente des angles morts significatifs. Il peine à capturer :

- Les externalités territoriales positives, comme le renforcement de la cohésion communautaire ou la revitalisation d'un savoir-faire artisanal local, qui sont pourtant au cœur du développement inclusif prôné par le Nouveau Modèle de Développement (CSMD, 2021).
- Les dimensions culturelles et éthiques valorisées localement. Par exemple, l'étude de (Drissi, 2020) sur les coopératives du Souss-Massa montre que l'attrait pour la finance islamique repose largement sur son alignement perçu avec des principes religieux et de solidarité, une dimension de valeur et d'impact social non mesurée par l'IRIS+.
- Le processus d'empowerment et les changements de capacités individuelles et collectives, souvent mieux saisis par des approches qualitatives.

Face à ces limites, la littérature et les pratiques émergentes explorent des alternatives hybrides. La mesure narrative ou le « storytelling » d'impact propose de compléter les chiffres par des récits qualitatifs qui restituent la complexité, les intentions et les changements vécus par les bénéficiaires (Grant, 2017). Cette approche permet de communiquer la valeur sociale de manière plus riche et humaine.

Plus prometteuse pour le contexte marocain est l'idée d'indicateurs de développement territorial co-construits. Il s'agirait de développer, avec les acteurs locaux (collectivités territoriales, réseaux d'ESS, populations), des jeux d'indicateurs spécifiques qui reflètent les priorités des territoires (maintien des populations rurales, valorisation de filières patrimoniales, réduction des inégalités de genre). Cette démarche d'évaluation participative permettrait de réconcilier

l'exigence de redevabilité envers les investisseurs avec celle envers les communautés bénéficiaires, et d'aligner la mesure d'impact sur les objectifs de souveraineté et d'inclusion portés par les politiques nationales. Ainsi, la tension autour de la mesure d'impact n'est pas seulement technique, elle est politique et épistémologique. Elle oppose une vision financiarisée et globalisée de la valeur sociale, cherchant à la rendre « bancable » à une vision contextualisée et ancrée, attentive aux transformations réelles des écosystèmes locaux. La capacité des acteurs marocains (entrepreneurs, fonds, régulateurs) à négocier cet espace et à hybrider les cadres globaux avec des outils de mesure légitimes localement sera déterminante pour que l'investissement à impact social réponde effectivement aux défis de développement du pays, au-delà de la simple attractivité pour les capitaux internationaux.

### 3.1.C. La tension fondatrice : entre mission sociale et logique financière

La tension constitutive entre la recherche de rendement financier et la poursuite d'une mission sociale atteint son paroxysme avec la question des stratégies de sortie (*exit*) des investisseurs. Cette problématique, loin d'être un simple détail opérationnel, révèle la nature profonde du modèle économique et engage la pérennité même de l'impact. Dans le contexte marocain, cette tension s'exprime à travers la recherche de modèles de propriété et de gouvernance hybrides capables de domestiquer la logique de sortie au service de la mission.

La logique financière de l'investissement traditionnel, partiellement importée dans l'impact investing, prévoit une sortie à moyen terme (5-7 ans) permettant aux investisseurs de réaliser leurs gains et de recycler leur capital. Les mécanismes privilégiés la vente à un acteur stratégique, l'introduction en bourse, ou le rachat par les dirigeants placent l'entreprise devant une dilemme fondateur. Pour attirer un repreneur ou séduire les marchés, elle peut être incitée à prioriser la croissance financière et l'efficacité opérationnelle au détriment de sa mission sociale complexe ou de son ancrage territorial (Battilana, 2014). Ce moment critique peut ainsi accélérer la dérive de la mission, où la logique commerciale finit par subsumer la logique sociale, transformant l'entreprise sociale en une entreprise classique à finalité lucrative (Ebrahim, 2014). Cette pression est particulièrement aiguë pour les entreprises sociales marocaines soutenues par des fonds internationaux, dont les attentes de rendement et d'horizon temporel peuvent être en décalage avec les cycles lents du développement local.

Face à cette impasse théorique, l'écosystème marocain expérimente et promeut des réponses institutionnelles qui visent à réencaster la logique de sortie dans des finalités locales. Ces

réponses s'articulent autour de deux pôles : les modèles de propriété et les mécanismes de gouvernance.

- **Modèles de propriété à vocation de pérennité** : Le recours à des structures coopératives ou à des sociétés à finalité sociale permet de verrouiller juridiquement la mission. Le capital est détenu par les parties prenantes (salariés, bénéficiaires, communautés), rendant une vente spéculative impossible. Ce modèle, profondément ancré dans le tissu marocain (coopératives agricoles, artisanales), est un garde-fou naturel contre une sortie prédatrice. Par ailleurs, la finance islamique, via des instruments comme la Musharakah (partenariat actif), propose une logique de sortie différente. La sortie n'y est pas un objectif prédéterminé, mais une possibilité négociée, souvent en cédant sa part à un autre partenaire partageant les mêmes principes éthiques, assurant ainsi une continuité de la mission (Drissi, 2020).
- **Mécanismes de gouvernance protecteurs** : L'innovation réside dans l'introduction de clauses statutaires contraignantes (clause d'objet social, clause de bilan social) et de structures de gouvernance pluralistes. L'inclusion de représentants des bénéficiaires, d'experts du secteur social ou d'ONG locales au conseil d'administration ou dans un comité d'impact permet de contrebalancer le pouvoir des investisseurs financiers. Ces gardiens de la mission peuvent disposer d'un droit de veto sur les décisions stratégiques, notamment une éventuelle sortie qui menacerait l'impact. Le fonds patient national mentionné dans le NMD (CSMD, 2021) pourrait jouer ce rôle de capital ancré, acceptant des rendements inférieurs en échange d'une garantie de pérennité de l'impact.

La question n'est donc pas de nier la nécessité d'une liquidité pour les investisseurs, mais de redéfinir les termes et les bénéficiaires de la sortie. L'enjeu est de passer d'une logique de « sortie financière » (*financial exit*) à une logique de « sortie à impact » (*impact exit*) ou de « maturation », où le succès se mesure à la capacité de l'entreprise à fonctionner de manière autonome, financièrement viable et fidèle à sa mission, sans le soutien actif de l'investisseur initial. Les outils pour y parvenir incluent les reprises par les salariés, les cessions à des fonds de pérennité à vocation purement sociale, ou le rachat par des acteurs publics territoriaux dont l'objectif est le développement local et non le profit. En conclusion, la gestion de la tension logique financière/mission sociale au moment de la sortie constitue l'épreuve de vérité de l'impact investing au Maroc. La pérennité de l'impact dépendra de la capacité des acteurs à institutionnaliser des modèles de propriété et de gouvernance qui subordonnent la liquidité du

capital à la réalisation de la mission. Ces innovations institutionnelles, inspirées à la fois des traditions coopératives locales, des principes de la finance islamique et des objectifs du NMD, pourraient constituer la contribution la plus originale du laboratoire marocain à la théorie et à la pratique de l'entrepreneuriat social.

### 3.2. Vers un modèle marocain d'impact investing :

L'analyse du cas marocain permet de dépasser l'impasse du débat académique opposant récit optimiste et récit critique. Elle révèle un processus dynamique que nous conceptualisons sous le terme d'impact investing encadré (*embedded impact investing*). Ce concept capture l'idée selon laquelle les flux et pratiques de l'impact investing au Maroc ne sont ni librement déterminés par les logiques du marché global, ni imposés de manière exogène, mais sont activement canalisés, façonnés et légitimés par un ensemble d'institutions, de normes et de finalités de développement nationales. Cette configuration offre une troisième voie théorique pour penser l'appropriation locale des paradigmes financiers globaux. Le tableau suivant résume le positionnement distinctif de ce cadre théorique par rapport aux deux récits dominants :

**Tableau 1. Le positionnement de l'impact investing encadré par rapport aux deux récits dominants**

Cadre Théorique	Vision de l'Impact Investing	Rôle de l'État/Institutions	Résultat Attendu	Limites
<b>Récit Optimiste</b>	Solution de marché efficace et innovante, comblant les déficits de financement.	Régulateur léger, créateur d'un environnement favorable.	Convergence naturelle entre profit privé et bien public (win-win).	Surestime l'autonomie des marchés et sous-estime les tensions structurelles.
<b>Récit Critique</b>	Outil de financiarisation et de néo libéralisation du social,	Souvent affaibli ou complice de la logique financière.	Subordination de la mission sociale aux impératifs de rendement (« mission drift »).	Offre une critique structurelle mais peine à expliquer les résistances et

Cadre Théorique	Vision de l'Impact Investing	Rôle de l'État/Institutions	Résultat Attendu	Limites
	reproduisant des dépendances.			hybridations locales.
<b>Impact Investing Encadré</b>	Champ hybride en construction, négocié entre acteurs aux rationalités diverses (financière, sociale, politique, religieuse).	Architecte stratégique et canaliseur actif du capital définissant des priorités souveraines.	Hybridation normative : création de modèles financiers et organisationnels adaptés aux besoins territoriaux et aux cadres culturels locaux.	S'intègre et dépasse reconnaît les logiques globales mais centre l'analyse sur la capacité d'action et de réappropriation des acteurs nationaux.

**Source :** Par nos propres soins.

Cette proposition s'ancre dans le concept d'encastrement issu de l'anthropologie économique (Polanyi, 1944) et repris par la sociologie économique de (Granovetter, 1985). Polanyi démontrait que les marchés ne sont jamais autorégulés, mais toujours encadrés dans des relations sociales, politiques et culturelles. Appliqué à notre objet, cela signifie que le marché de l'impact investing au Maroc est re-encadré (*re-embedded*) dans un projet politique souverain. Ce cadre dépasse l'analyse néo-institutionnaliste de l'hybridité (Battilana, 2014) en soulignant la dimension politique et souveraine de la construction institutionnelle, où l'État reprend un rôle d'architecte stratégique face aux flux transnationaux de capitaux (Evans, 1995). Ce modèle se décline en trois dimensions interdépendantes qui structurent l'écosystème national :

➤ **L'Encastrement Politique-Stratégique :**

Le Nouveau Modèle de Développement (NMD) n'est pas un simple rapport de plus. Il constitue un acte politique fondateur qui cherche à redéfinir la trajectoire de croissance du Maroc en y réintroduisant une finalité sociale et territoriale explicite. Dans le domaine de la finance, son rôle est transformateur : il tente d'inverser les rapports de force traditionnels entre le capital

global et les priorités nationales, opérant ce que l'on peut nommer une conditionnalité souveraine. Le NMD part d'un constat sévère, les modèles de croissance passés ont généré des inégalités sociales, spatiales et une faible inclusion productive. Sa réponse n'est pas un ajustement technique, mais une refondation stratégique. Il positionne l'Économie Sociale et Solidaire (ESS) et l'inclusion financière non comme des secteurs marginaux ou « sociaux », mais comme des leviers centraux de transformation économique (CSMD, 2021). En qualifiant l'ESS d'un vecteur de création d'emplois, d'équité sociale et de cohésion territoriale, le NMD lui confère une légitimité politique maximale. Cette élévation discursive est capitale, elle transforme le financement de l'ESS et des projets inclusifs d'une question d'opportunité de marché pour les investisseurs en un impératif national pour tous les acteurs, y compris financiers. Traditionnellement, dans les flux de financement du développement (prêts de la Banque Mondiale, investissements directs étrangers), ce sont les bailleurs de fonds qui imposent leurs conditionnalités (réformes structurelles, standards de gouvernance, indicateurs de résultat). Le NMD cherche à renverser cette logique. En établissant une feuille de route claire avec des objectifs souverains (développement des régions, emploi des jeunes, autonomisation des femmes, transition écologique), il crée un cadre de référence impératif.

Ce faisant, il discipline l'offre de capital de trois manières :

- 1. Orientation des capitaux publics** : L'État engage sa propre dépense et ses instruments (Fonds Hassan II, FONGIP, INDH) en priorité vers les secteurs et les territoires ciblés par le NMD. Cet engagement public massif crée un effet de levier et de signal pour le secteur privé.
- 2. Création d'opportunités d'investissement alignées** : En identifiant des chantiers nationaux (développement des chaînes de valeur agricoles, économie verte, économie sociale), le NMD crée délibérément un pipeline de projets qui correspondent par définition aux objectifs de développement national. Un investisseur cherchant des opportunités au Maroc est ainsi naturellement dirigé vers ces secteurs.
- 3. Légitimation et pression normative** : Un fonds d'impact qui financerait un projet contraire aux objectifs du NMD (par exemple, un projet extractif générant peu d'emplois locaux dans une région prioritaire) verrait sa légitimité sociale et politique contestée. À l'inverse, un projet qui s'inscrit dans les priorités du NMD gagne un capital de légitimité supplémentaire, facilitant son acceptation par les autorités locales et les communautés.

Cette conditionnalité inversée se matérialise dans des politiques précises :

- **L'Initiative Nationale pour le Développement Humain (INDH)** est réorientée pour soutenir davantage l'entrepreneuriat social et les coopératives, agissant comme un incubateur et un premier financeur de projets qui pourront ensuite attirer des capitaux privés.
- **Bank Al-Maghrib**, dans le cadre de ses missions de stabilité financière et d'inclusion, est incitée à promouvoir des instruments (régulation de la microfinance, finance participative) qui servent les objectifs d'inclusion du NMD.
- Le **secteur bancaire conventionnel** est encouragé, via des mécanismes incitatifs ou des lignes de refinancement ciblées, à développer des offres pour les TPME et les coopératives des régions enclavées.

Le nouveau modèle de développement représente une tentative ambitieuse de repolitiser la finance au sens noble du terme : la subordonner à un projet de société démocratiquement discuté. Il ne rejette pas le capital international ou privé, mais cherche à le canaliser stratégiquement. Il s'agit moins d'une opposition frontale que d'une négociation asymétrique, où l'État marocain utilise son pouvoir d'agenda, sa légitimité politique et ses ressources publiques pour définir les termes de l'échange. Le succès de cette conditionnalité inversée et donc de l'encastrement politique se mesurera à la capacité réelle à orienter une part significative des flux d'investissement, notamment étrangers, vers les chantiers prioritaires de la nation, créant ainsi les bases d'une souveraineté financière sociale.

#### ➤ **L'Encastrement Socio-Économique et Culturel :**

L'impact investing n'arrive pas sur un terrain vierge, mais sur un écosystème marocain pré-structuré par un cadre juridique sophistiqué qui codifie des rationalités économiques alternatives. Cet ancrage légal constitue un socle solide pour l'hybridation, exerçant une pression normative incontournable sur l'offre de financement à impact. D'une part, le tissu coopératif, historiquement ancré et modernisé par la loi n° 15-95 relative aux coopératives, incarne un modèle de propriété collective et de gouvernance démocratique ("une personne, une voix"). Plus qu'un simple statut, ce cadre juridique promeut une création de valeur ancrée localement et mutualisée entre les membres, offrant un contre-modèle institutionnel à la firme capitaliste. D'autre part, l'émergence de l'entrepreneuriat social formel est catalysée par la loi n° 112-12 créant le statut de Société à Finalité Sociale (SFS). Cette innovation juridique

majeure permet de verrouiller statutairement la mission sociale d'une entreprise commerciale, créant ainsi un véhicule d'investissement idéal pour canaliser les capitaux privés vers des objectifs d'utilité sociale, environnementale ou territoriale.

En parallèle, le développement de la finance islamique participative, encadré par la loi n° 103-12, introduit une rationalité financière profondément alternative. Fondée sur l'éthique religieuse, l'interdiction de la spéculation (*gharar*) et de l'intérêt (*riba*), et la promotion du partage des risques et des profits (via des instruments comme la *Musharakah*), cette offre répond à une demande éthique et culturelle spécifique. Ensemble, la SFS et la finance islamique forment un couple juridico-financier puissant, la première fournit le véhicule d'entreprise à mission sociale, la seconde propose les outils de financement éthique pour l'alimenter. Ainsi, loin d'être des pratiques informelles, ces alternatives sont solidement institutionnalisées dans le droit positif marocain. Elles constituent des piliers actifs de l'encastrement, contraignant les acteurs de l'impact investing à adapter leurs instruments, leurs critères de gouvernance et leurs récits de valeur à des modèles de création de richesse qui privilégient l'ancrage local, la finalité sociale et l'éthique partagée. L'impact investing au Maroc doit donc se concevoir comme un dialogue avec ce cadre préexistant, dont il doit épouser les logiques pour espérer être légitime et efficace.

#### ➤ **L'Encastrement Institutionnel et de Gouvernance :**

L'encastrement politique et socio-économique ne serait qu'une intention sans une architecture institutionnelle capable de le traduire en actions concrètes. C'est précisément le rôle de l'encastrement institutionnel et de gouvernance, opérationnaliser la vision stratégique en coordonnant une multitude d'acteurs aux logiques distinctes. Cet écosystème institutionnel n'est pas une juxtaposition d'organes, mais un système en construction visant à passer d'une logique de financement en silos à une gouvernance financière intégrée.

**Tableau 2. Le rôle des principales institutions marocaines dans la structuration de l'écosystème**

Institution	Rôle dans l'Écosystème d'Impact Investing	Instrument/Action Principale	Effet sur l'Encastrement
<b>Bank Al-Maghrib (BAM)</b>	<b>Régulateur &amp; Stimulateur</b> de l'offre financière inclusive et éthique.	Supervision des banques participatives (loi 103-12), promotion de la finance solidaire, lignes de refinancement ciblées.	<b>Canalise l'offre</b> financière privée (bancaire) vers des segments sociaux et éthiques, créant une offre structurée pour l'investissement à impact.
<b>Office du Développement de la Coopération (ODCO)</b>	<b>Structuring et Accompagnateur</b> du pilier coopératif de l'ESS.	Agrément, formation, et appui technique aux coopératives (Loi 15-95).	<b>Consolide la demande</b> en transformant des initiatives informelles en structures bancables, préparant le terrain pour les investisseurs.
<b>Conseil Économique, Social et Environnemental (CESE)</b>	<b>Think Tank &amp; Plaque Tournante</b> du dialogue social sur les modèles de développement.	Avis et rapports prospectifs (sur l'ESS, la jeunesse, les inégalités).	<b>Légitime et oriente</b> le débat public, créant un consensus autour des priorités (inclusion, ESS) qui guident in fine les politiques financières.
<b>Ministère de l'Économie et des Finances</b>	<b>Orchestracteur budgétaire et fiscal</b> de la stratégie nationale.	Budget de l'État, dispositifs fiscaux incitatifs, gestion des fonds souverains (Fonds Hassan II).	<b>Mobilise et mixe</b> les capitaux publics et privés via des outils de finance mixte ( <i>blended finance</i> ), assumant le rôle d'investisseur d'ancrage.

Institution	Rôle dans l'Écosystème d'Impact Investing	Instrument/Action Principale	Effet sur l'Encastrément
Agences de Développement Régional	Opérateurs de terrain du développement territorial.	Mise en œuvre de programmes intégrés, soutien aux projets locaux.	Territorialise l'investissement en identifiant les besoins concrets et en facilitant le maillage entre capitaux et projets locaux.

Source : Par nos propres soins.

L'enjeu majeur, comme l'ont souligné plusieurs rapports du CESE, est de faire fonctionner ces institutions non pas en parallèle, mais en synergie. Le risque est celui du saupoudrage traduit par des fonds publics dispersés, des dispositifs redondants, une offre financière privée déconnectée des besoins réels des territoires.

La gouvernance intégrée vise précisément à créer cette synergie. Elle nécessite :

- Une vision partagée : L'ancrage commun dans le NMD sert de boussole stratégique à toutes ces institutions.
- Des mécanismes de coordination formels : Par exemple, des comités interministériels ou des plateformes réunissant BAM, le Ministère des Finances, et les représentants de l'ESS pour aligner régulation, incitations fiscales et soutien technique.
- Des systèmes d'information convergents : Harmoniser les critères de reporting des projets pour permettre une vision consolidée de l'impact et des flux financiers.

L'encastrément institutionnel montre que le modèle marocain n'est pas le fruit du hasard, mais d'une construction volontariste. Sa résilience et son efficacité dépendront de sa capacité à faire de cette architecture plurielle un système effectivement intégré, capable de mixer avec agilité les instruments de la finance publique, islamique, solidaire et de marché au service d'un développement territorialisé et inclusif. Le concept d'impact investing encastré propose ainsi une contribution significative aux débats théoriques. Il permet de repolitiser l'analyse de la financiarisation en montrant comment, dans certains contextes, les États peuvent tenter de

domestiquer les logiques financières globales pour les mettre au service d'un projet national. Il complexifie la théorie de l'hybridité en la déplaçant du niveau organisationnel vers le niveau de l'écosystème national tout entier. Enfin, il offre un cadre pour analyser la souveraineté financière des pays émergents, définie non comme une autarcie, mais comme la capacité à négocier, filtrer et réorienter les capitaux et les normes internationales. Le laboratoire marocain suggère que l'avenir de l'impact investing dans le Sud pourrait résider dans sa capacité à être stratégiquement encadré, offrant une voie médiane entre l'adoption acritique et le rejet isolationniste.

### **3.2.1. Implications conceptuelles : redéfinir la souveraineté et l'hybridité dans le contexte marocain**

L'analyse du modèle d'impact investing encadré ne se contente pas de décrire une réalité locale, elle invite à reconsidérer et à enrichir des concepts centraux dans les champs de l'économie politique internationale, du développement et des études organisationnelles. Le cas marocain oblige à repenser la souveraineté financière non comme un mur, mais comme un champ de force, et l'hybridité non comme un état, mais comme un processus de négociation normative permanente.

#### **➤ La Souveraineté Financière Sociale : Du contrôle des capitaux à leur orientation stratégique**

La notion classique de souveraineté financière renvoie souvent au contrôle des flux de capitaux et à l'autonomie de la politique monétaire. Le modèle marocain propose une redéfinition plus subtile et proactive : la souveraineté financière sociale. Il ne s'agit pas de rejeter les capitaux étrangers ou les standards globaux, mais d'affirmer la capacité d'un État-nation à les domestiquer et à les réorienter vers des objectifs de développement qu'il a lui-même définis de manière souveraine comme on l'observe dans le nouveau modèle de développement (CSMD, 2021).

**Tableau 3. Les trois leviers de la souveraineté financière sociale**

Levier	Mécanisme d'Action	Effet sur la Souveraineté Financière Sociale	Illustration dans le Contexte Marocain
<b>Politique</b>	<p>Établissement d'une feuille de route nationale légitime et impérative (le NMD) qui définit les priorités de développement. Crée une conditionnalité inversée : c'est le cadre national qui conditionne l'accès et l'orientation des capitaux, et non l'inverse.</p>	<p>Réoriente l'agenda : Transforme les capitaux d'impact d'une opportunité de marché libre en un outil au service d'objectifs politiques souverains (inclusion, développement territorial). Donne à l'État un pouvoir d'agenda fort face aux investisseurs.</p>	<p>Le NMD (CSMD, 2021) positionne l'ESS et l'inclusion financière comme leviers centraux de transformation. Un fonds cherchant à investir au Maroc est ainsi implicitement ou explicitement guidé vers ces secteurs pour aligner son discours et ses actions avec la priorité nationale.</p>
<b>Institutionnel</b>	<p>Mise en place d'une architecture juridique et régulatoire dédiée (BAM, loi 112-12 sur les SFS, loi 103-12 sur la finance participative). Ce cadre agit comme un convertisseur, imposant des règles du jeu spécifiques.</p>	<p>Transforme la nature du capital : Filtre les logiques financières globales et les convertit en capital « à mission sociale marocaine ». Un investissement doit épouser les formes juridiques (SFS), les principes éthiques (finance islamique) et les circuits de gouvernance locaux pour être pleinement opérationnel et légitime.</p>	<p>Une entreprise souhaitant attirer des capitaux d'impact est incitée à adopter le statut de SFS pour « verrouiller » sa mission. Un produit financier doit être approuvé par le Conseil de Bank Al-Maghrib pour être distribué. Ces dispositifs canalisent les flux.</p>

Levier	Mécanisme d'Action	Effet sur la Souveraineté Financière Sociale	Illustration dans le Contexte Marocain
<b>Offre Alternative</b>	Développement et consolidation de circuits financiers endogènes et culturellement légitimes (réseau coopératif historique, finance islamique). Ces circuits offrent des sources de financement et des modèles organisationnels alternatifs.	Renforce le pouvoir de négociation : Donne aux entrepreneurs sociaux et à l'État des alternatives crédibles face aux fonds internationaux. Si les conditions de ces derniers (rendement, exit) sont jugées inadaptées, des options locales existent. Crée une concurrence normative qui oblige les acteurs globaux à s'adapter.	L'étude de Drissi & Angade (Drissi, 2020) montre que les coopératives perçoivent la finance islamique comme un partenaire éthique naturel. L'existence de ce marché captif, couplée à la solidité du réseau coopératif, signifie que les investisseurs conventionnels ne sont pas les seuls pourvoyeurs de fonds possibles.

**Source :** Par nos propres soins

Ce tableau synthétise comment le modèle marocain construit activement sa souveraineté non par le rejet, mais par la structuration stratégique de l'offre et de la demande de capital. Ainsi, la souveraineté ne se mesure plus à la quantité de capitaux bloqués aux frontières, mais à la proportion de capitaux (nationaux et internationaux) qui finissent par servir des objectifs de cohésion sociale, de développement territorial et d'inclusion définis localement. C'est une souveraineté par l'ingénierie financière et la gouvernance, plus que par la restriction.

➤ **L'Hybridité Normative : Un processus de traduction et de négociation à plusieurs niveaux**

Le concept d'hybridité central dans l'étude des entreprises sociales (Battilana, 2014), est poussé à l'échelle de l'écosystème financier tout entier. L'hybridité normative au Maroc ne désigne pas un simple mélange, mais le processus dynamique par lequel des normes financières de sources diverses globales, nationales, religieuses s'articulent, se confrontent et génèrent de nouvelles pratiques.

Ce processus s'observe à trois niveaux :

1. **Au niveau des instruments** : Un produit comme un *Sukuk* (obligation islamique) vert, émis pour financer des énergies renouvelables, est l'incarnation parfaite de cette hybridité. Il combine :
  - Un **standard global** (Green Bonds et les critères ESG).
  - Un **cadre réglementaire national** (la loi 103-12 sur la finance participative, supervisée par BAM).
  - Un **principe religieux local** (la conformité à la Charia, validée par un Conseil de conformité local).
2. **Au niveau de la mesure d'impact** : Une coopérative féminine d'argan peut être évaluée à la fois sur des indicateurs IRIS+ (standards GIIN) pour satisfaire un fonds d'impact international, et sur des indicateurs de renforcement du capital social et de préservation du savoir-faire berbère, pertinents pour l'INDH et le tissu local.
3. **Au niveau de la gouvernance** : Une Société à Finalité Sociale (SFS) adopte une gouvernance d'entreprise de type capitalistique (conseil d'administration) tout en y intégrant un « comité de mission » issu de la société civile et en se soumettant aux audits de la Banque Centrale. Cette gouvernance plurielle est le lieu où se négocie en permanence l'équilibre entre efficacité financière et impact social.

Cette hybridité normative est gérable mais tendue. Elle génère des coûts de transaction (complexité du reporting, besoin d'expertise multiple) mais constitue aussi une source de résilience et d'innovation. Elle permet au système marocain de communiquer avec les marchés globaux tout en préservant une spécificité et une légitimité locales. Le modèle marocain suggère que dans les économies émergentes, la réussite de l'impact investing peut moins dépendre de l'adoption pure des standards globaux que de la capacité à construire ces agencements normatifs hybrides et contextualisés. Notre analyse théorique, proposant le concept d'impact investing encadré », ouvre une perspective heuristique pour comprendre la spécificité marocaine. Il est cependant essentiel d'en reconnaître les limites intrinsèques et de tracer des pistes pour une validation et un enrichissement empiriques futurs. Tout d'abord, Le décalage entre la théorie et la pratique. Notre réflexion conceptuelle fondée sur l'analyse documentaire (rapports, lois, littérature secondaire) comporte un risque d'idéalisation. Elle décrit un modèle, les intentions

stratégiques du NMD, l'architecture institutionnelle mais peine à capturer la réalité des pratiques quotidiennes des entrepreneurs sociaux, des gestionnaires de fonds et des agents de l'État. L'écart entre la vision politique et son implémentation sur le terrain, les résistances bureaucratiques, ou les difficultés concrètes de mise en œuvre des lois (112-12, 103-12) peuvent être sous-estimés. Ensuite l'analyse se concentre naturellement sur les institutions établies et les discours officiels, qui sont par définition les plus visibles. Elle peut ainsi négliger les formes informelles, contestataires ou alternatives d'entrepreneuriat social et de finance qui échappent à ce cadre, ou les échecs silencieux de projets qui n'ont pas su négocier les tensions de l'hybridité. Enfin, notre travail soulève la question cruciale de la mesure d'impact, mais ne peut y répondre. La démonstration de l'encastrement comme capacité à orienter les capitaux est une chose mais prouver que cette orientation génère effectivement un impact social et territorial supérieur, plus durable ou plus juste qu'un modèle importé en est une autre. L'argument reste donc partiellement normatif et descriptif. Afin de dépasser ces limites et tester la robustesse du modèle conceptuel, plusieurs programmes de recherche empiriques s'imposent comme par exemple des études des intermédiaires financiers ou on pourrait explorer comment les gestionnaires de fonds d'impact nationaux et internationaux opèrent-ils concrètement la négociation entre les exigences de rendement de leurs bailleurs et les priorités du NMD ? Une étude par observation et entretiens au sein de ces institutions permettrait de comprendre les critères réels de sélection des projets, les discussions internes sur la dérive de la mission, et la façon dont les cadres métriques globaux (IRIS+) sont effectivement adaptés au contexte local. Un suivi longitudinal d'un portefeuille de Sociétés à Finalité Sociale serait également essentiel. Il permettrait d'analyser comment le verrouillage statutaire de la mission résiste aux pressions du marché et aux transitions de gouvernance, notamment au moment critique des stratégies de sortie des investisseurs. Cette recherche pourrait évaluer l'efficacité réelle de la loi 112-12 comme outil de pérennisation de l'impact. Des études quantitative et qualitative pourrait comparer les trajectoires et les impacts d'entreprises sociales financées par des banques participatives, des fonds d'impact conventionnels, et des dispositifs publics. L'objectif serait de déterminer si les différences de rationalité (éthique religieuse, logique de marché, finalité publique) se traduisent par des différences significatives en termes de résilience, de création d'emplois, d'innovation sociale ou d'ancrage territorial. Enfin, Une recherche intéressante consisterait à étudier systématiquement les projets d'impact investing qui ont échoué au Maroc, ou les régions que l'écosystème financier hybride ne parvient pas à toucher. Cette approche par les limites permettrait d'identifier les failles du modèle, les logiques d'exclusion persistantes, et de nuancer le récit parfois trop positif de l'innovation financière. Notre travail théorique ne

prétend pas clore le débat, mais plutôt poser un cadre et formuler des hypothèses testables. La fertilité du concept d'impact investing encadré se jugera à sa capacité à inspirer et à structurer des recherches de terrain rigoureuses. C'est à la réalisation de ces futures investigations empiriques que l'on pourra véritablement évaluer si le modèle marocain constitue une troisième voie viable et transférable, ou une configuration contextuelle unique.

## Conclusion :

L'analyse menée dans cet article révèle que l'émergence de l'impact investing au Maroc ne peut être lue à travers le prisme d'une simple importation ou d'une imposition de paradigmes globaux. En effet, le cas marocain illustre de manière probante que les pays du Sud peuvent être des acteurs stratégiques dans la reconfiguration des modèles financiers internationaux, et non de simples réceptacles passifs (Roy, 2010). Ce positionnement actif transforme le Maroc en un véritable laboratoire d'innovation institutionnelle et normative. Notre démonstration a établi que cette dynamique procède d'un processus d'encastrement (*embeddedness*) à trois niveaux interdépendants, un concept clé issu de l'économie politique (Polanyi, 1944) et de la sociologie économique (Granovetter, 1985). Premièrement, un encastrement politique-stratégique, incarné par le Nouveau Modèle de Développement (CSMD, 2021), qui opère sous une conditionnalité inversée en orientant les flux de capitaux vers les priorités souveraines de développement territorial et d'inclusion. Deuxièmement, un encastrement socio-économique et culturel, où les logiques financières globales rencontrent et doivent composer avec des structures endogènes puissantes et juridiquement codifiées : le modèle coopératif (loi 15-95), l'entreprise sociale formelle (Société à Finalité Sociale, loi 112-12), et la finance islamique participative (loi 103-12). Enfin, un encastrement institutionnel et de gouvernance, matérialisé par l'action coordinatrice d'acteurs comme Bank Al-Maghrib, le CESE et l'ODCO, qui vise à passer d'un financement en silos à une gouvernance financière intégrée. De cette analyse émerge notre contribution théorique centrale : le concept d'impact investing encadré. Ce modèle propose une troisième voie théorique qui dépasse l'opposition binaire entre le récit optimiste de l'efficacité marchande (Bugg-Levine, 2011) et le récit critique de la financiarisation néolibérale (Mader, 2015). Il montre que l'hybridité constitutive de l'impact investing (Battilana, 2014) est dans le contexte marocain, activement façonnée et canalisée par un projet politique et un cadre institutionnel nationaux. Cela amène à redéfinir la souveraineté financière sociale non comme un contrôle restrictif, mais comme une capacité à orienter stratégiquement les capitaux, et à conceptualiser l'hybridité normative comme un processus dynamique de traduction et de négociation entre échelles globale et locale. Cette réflexion, bien que principalement théorique et ancrée dans une analyse documentaire, ouvre des voies de recherche empiriques cruciales. La validation et l'enrichissement de ce modèle conceptuel nécessiteront des études de terrain approfondies des pratiques des gestionnaires de fonds, évaluation longitudinale de l'efficacité du statut de SFS, et analyse comparative des impacts générés par les différents circuits de financement. La question centrale reste celle de l'impact

réel et distributif de cette configuration hybride, parvient-elle effectivement à générer un développement plus inclusif et ancré, ou reproduit-elle, sous une forme renouvelée, certaines exclusions ? En résumé, le laboratoire marocain démontre que la rencontre entre finance globale et développement local n'est pas un jeu à somme nulle. Elle peut être le théâtre d'une négociation créative où les normes sont réappropriées et les instruments financiers reconfigurés. L'impact investing encastré apparaît ainsi moins comme un modèle abouti que comme un processus en cours, dont la pérennité et la légitimité ultime dépendront de sa capacité à démontrer qu'il sert, concrètement et durablement, une prospérité partagée ancrée dans les territoires et les aspirations de la société marocaine.

## Bibliographie

- Battilana, J. &. (2014). Advancing Research on Hybrid Organizing. . Academy of Management Annals.
- Bowen, G. A. (2009). Document Analysis as a Qualitative Research Method. . Qualitative Research Journal.
- Brest, P. &. (2013). Unpacking the Impact in Impact Investing. . Stanford Social Innovation Review.
- Bugg-Levine, A. &. (2011). Impact Investing: Transforming How We Make Money While Making a Difference. . Jossey-Bass.
- Charmaz, K. (2006). Constructing Grounded Theory: A Practical Guide through Qualitative Analysis. . Sage.
- Chiapello, E. (2015). Financialisation of valuation. Human Studies, 38(1), 13-35.
- CSMD. (2021). Nouveau Modèle de Développement. .
- Drissi, S. &. (2020). La finance islamique et l'investissement à impact social : cas des coopératives de la région de Souss Massa.
- Ebrahim, A. &. (2014). What Impact? A Framework for Measuring the Scale and Scope of Social Performance. . California Management Review.
- Ebrahim, A. B. (2014). The governance of social enterprises. . Research in Organizational Behavior.
- Evans, P. B. (1995). Embedded Autonomy: States and Industrial Transformation. Princeton University Press.
- Fairclough, N. (1995). Critical Discourse Analysis: The Critical Study of Language. Longman.
- Fairclough, N. (2003). Analysing Discourse: Textual Analysis for Social Research. . Routledge.
- GIIN. (s.d.). Annual Impact Investor Survey.
- GIIN. (S.d. ). IRIS+ Core Metrics Sets. Récupéré sur <https://iris.thegiin.org/>.

- Glaser, B. G. (1967). *The Discovery of Grounded Theory: Strategies for Qualitative Research*. . Aldine.
- Granovetter, M. (1985). *Economic Action and Social Structure: The Problem of Embeddedness*. . American Journal of Sociology.
- Grant, H. (2017). *The Power of Storytelling in Impact Measurement*. Stanford Social Innovation Review.
- Mader, P. (2015). *The Financialisation of Poverty*. . Palgrave Macmillan.
- Masetti, A. e. (2019). *Navigating Multiple Logics: Legitimacy Work in Impact Investing*. . Academy of Management Proceedings.
- Nicholls, A. (2009). ‘We do good things, don’t we?’: ‘Blended Value Accounting’ in social entrepreneurship. *Accounting, Organizations and Society*.
- Nicholls, A. (2010). *The Legitimacy of Social Entrepreneurship: Reflexive Isomorphism in a Pre-Paradigmatic Field*. . *Entrepreneurship Theory and Practice*, 34(4), 611-633.
- Nicolopoulou, K. e. (2017). *Social Innovation and Impact in Non-profit Organizations: A Systematic Review*. . *Voluntas*, 28, 2373–2397.
- Polanyi, K. (1944). *The Great Transformation: The Political and Economic Origins of Our Time*. . Farrar & Rinehart.
- Roy, A. (2010). *Poverty Capital: Microfinance and the Making of Development*. . Routledge.
- Strauss, A. &. (1998). *Basics of Qualitative Research: Techniques and Procedures for Developing Grounded Theory*. . Sage.
- UN, N. u. (2015). *Transformer notre monde : le Programme de développement durable à l’horizon 2030*.