

Haute Ecole
Groupe ICHEC – ISC Saint-Louis – ISFSC



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

**Quelles sont les caractéristiques rassemblant
aujourd’hui les petits investisseurs institutionnels et les
plateformes de crowdfunding belges au sein de
l’écosystème de l’impact investing ?**

Mémoire présenté par :
Marguerite DE VIRON

Pour l’obtention du diplôme de
Master en gestion de l’entreprise

Année académique 2018-2019

Promoteur :
Christel DUMAS

Haute Ecole
Groupe ICHEC – ISC Saint-Louis – ISFSC



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

**Quelles sont les caractéristiques rassemblant
aujourd'hui les petits investisseurs institutionnels et les
plateformes de crowdfunding belges au sein de
l'écosystème de l'impact investing ?**

Mémoire présenté par :
Marguerite DE VIRON

Pour l'obtention du diplôme de
Master en gestion de l'entreprise

Année académique 2018-2019

Promoteur :
Christel DUMAS

Remerciements

Ce mémoire n'aurait pas pu être écrit sans les encouragements et les conseils avisés de ma promotrice, Christel Dumas, qui m'a guidée tout au long de mon parcours de stage et de mémoire. Je tiens à lui exprimer toute ma reconnaissance pour la patience et le temps qu'elle a consacré à mon travail.

Mes remerciements s'adressent également à mon maître de stage, Sevan Holemans, car sans lui, l'idée de me lancer vers cette thématique inconnue ne m'aurait jamais traversé l'esprit. Je tiens également à le remercier de m'avoir mis en contact avec les différents investisseurs lors de ma récolte de données.

Ensuite, je tiens à adresser mes remerciements aux différentes personnes interrogées expertes sur le sujet qui ont pris le temps et ont eu la patience de répondre à l'ensemble de mes questions et qui ont contribué à l'élaboration de ce travail de fin d'étude.

Enfin, ma reconnaissance la plus vive revient à mes proches et à mes amis qui ont eu le courage de me soutenir tout au long de la rédaction de ce travail. Par ailleurs, je tiens particulièrement à remercier ma sœur Valentine pour son aide précieuse à la relecture et à la correction de mon mémoire.

Table des matières

INTRODUCTION	1
▪ Motivations du sujet	1
▪ Formulation de la problématique	3
▪ Méthodologie	5
PARTIE 1 : ANALYSE CONCEPTUELLE DE L'IMPACT INVESTING.....	6
Chapitre 1 : Contexte et définition.....	7
1.1. Origine et situation actuelle	7
1.2. Caractéristiques de l'impact investing.....	11
1.2.1. La délimitation de l'impact investing	11
1.2.2. Le rôle de l'impact investing.....	13
1.2.3. Les secteurs d'activité concernés	14
1.2.4. Les Objectifs de Développement Durable (ODD).....	16
1.2.5. Les outils de financement.....	17
1.3. Mesures d'impact	18
1.3.1. Que représente l'impact ?	18
1.3.2. Comment mesurer l'impact ?	19
1.3.3. Les difficultés rencontrées	21
1.4. Le rôle de l'impact investing dans l'entrepreneuriat social.....	22
1.4.1. Le contexte de l'entrepreneuriat social aujourd'hui	22
1.4.2. Les entrepreneurs sociaux.....	23
1.4.3. Les défis rencontrés.....	24
1.4.4. L'impact investing au service des entrepreneurs sociaux	25
1.5. Confusion et incompréhension de la terminologie	25
Chapitre 2 : L'écosystème de l'impact investing.....	27
2.1. Les parties prenantes de l'impact investing	27

2.2.	Les risques et les rendements au sein de l'impact investing	33
2.2.1.	Les risques	34
2.2.2.	Les rendements	34
2.3.	Les motivations des investisseurs à impact	35
Chapitre 3 : Les défis de l'impact investing	38	
3.1.	Problèmes liés à la liquidité	38
3.2.	Limitations réglementaires	38
3.3.	Manque d'outils d'évaluation	39
PARTIE 2 : ANALYSE EMPIRIQUE DE L'IMPACT INVESTING	40	
Chapitre 4 : Méthodologie de la recherche	41	
4.1.	Sélection de l'échantillon.....	41
4.2.	Méthodes de collecte de données	42
4.2.1.	Entretien semi dirigé	43
4.2.2.	Sondage.....	44
4.2.3.	Autres	44
4.3.	Analyse des données collectées.....	45
Chapitre 5: Présentation des investisseurs sélectionnés.....	46	
Chapitre 6 : Présentation des résultats	49	
6.1.	Caractéristiques identitaires	50
6.1.1.	Profil des fondateurs	51
6.1.2.	Hybridité des activités.....	51
6.1.3.	Gouvernance.....	52
6.1.4.	Localisation.....	53
6.2.	Caractéristiques financières	54
6.2.1.	Stratégie d'investissement	54
6.2.2.	Financement.....	56
6.3.	Caractéristiques idéalistes	60
6.3.1.	Vision impact.....	60

6.3.2. Les secteurs d'activité ciblés	63
6.4. Les motivations et les obstacles	64
6.4.1. Les motivations	65
6.4.2. Les freins et les obstacles	68
Chapitre 7 : Conclusion des résultats	71
CONCLUSION	72
Chapitre 8 : Recul critique et limites	73
Chapitre 9 : Les implications.....	74
8.1. Présentation de la plateforme Solifin.....	74
8.2. Les éléments qui rassemblent les membres.....	75
8.3. Les éléments qui distinguent les membres	76
8.4. D'autres profils d'acteurs susceptibles de rentrer au sein de la plateforme Solifin	77
BIBLIOGRAPHIE	78
TABLE DES ANNEXES.....	86

Table des illustrations

Figure 1 : L'émergence de l'impact investing.....	9
Figure 2 : La délimitation de l'impact investing	12
Figure 3 : Les trois composantes de la définition de l'impact investing	13
Figure 4 : Les Objectifs du Développement Durable.....	16
Figure 5 : Les cinq étapes de la mesure de l'impact social.....	20
Figure 6 : Les acteurs de l'industrie de l'impact investing	28
Figure 7 : Répartition des fondations belges par type en 2015	29
Figure 8 : Les segments des investisseurs à impact	36
Figure 9 : L'écosystème des caractéristiques communes des petits investisseurs institutionnels et des plateformes de crowdfunding.....	50
Figure 10 : La part attribuée à chaque outil de financement.....	57
Figure 11: La part attribuée à chaque produit de financement.....	58
Figure 12 : Allocation sectorielle établie par les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding belges	64
Tableau 1 : Secteurs des entreprises pour les investissements à impact	15
Tableau 2 : Sources de données et utilisation.....	42
Tableau 3 : Les caractéristiques saillantes des acteurs sélectionnés.....	50
Tableau 4 : Les motivations et les obstacles détaillés.....	65

Liste des abréviations

ANDE	Aspen network of development entrepreneurs
BAIIA	Bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements
DFI	Development finance institutions
ESG	Environmental, social and governance
EVPA	European venture philanthropy association
FO	Family offices
FP	Fondation privé
FUP	Fondation d'utilité publique
GIIN	Global impact investing network
GIIRS	Global impact investment rating system
HNWI	High-net-worth individual
IRIS	Impact reporting and investment standards
ISR	Investissement socialement responsable
ODD	Objectifs de développement durable
RSI	Retour sur investissement
SROI	Social return on investment
TRI	Le taux de rentabilité interne

INTRODUCTION

▪ Motivations du sujet

Lorsque nous faisons référence à l'argent investi dans les grandes banques, nous ne connaissons pas toujours les conséquences qui se cachent derrière. En effet, dans un article publié par Financité (2016), le problème de transparence des banques traditionnelles est dénoncé « le manque de transparence empêche un contrôle efficace par les citoyens, la société civile et les pouvoirs publics et ne permet pas de vérifier la distance entre les annonces et les faits » (Financité, 2016, p.4). Ainsi, la banque peut investir dans des projets qui vont contre nos convictions et que nous pouvons juger néfastes pour la société sans que nous soyons mis au courant. De plus, il y a quelques années, une enquête menée par Netwerk Vlaanderen¹ révélait que cinq grandes banques belges telles qu'Axa, Fortis, Dexia, ING et KBC avaient des liens financiers directs ou indirects avec 13 entreprises fabriquant des armes controversées et y investissaient une somme de plus de 1,2 milliards d'euros (Bayot, 2005). Dans ce contexte, on s'interroge alors sur le type d'information dont disposent les épargnants sur la gestion de leurs investissements par les banques dans ces industries d'armement ainsi que dans d'autres entreprises susceptibles de dégrader l'environnement et les droits humains. Afin de remédier à cela, l'individu a la possibilité d'investir dans des fonds durables proposés aujourd'hui par la plupart des banques. Prenons par exemple BNP Paribas Fortis, cette banque propose à ses clients d'investir de manière éthique et solidaire² en leur proposant un éventail de fonds durables sur plusieurs thématiques tout en respectant les critères Environnementaux, Sociaux et de Gouvernance (ESG).

La prise de conscience des problèmes environnementaux et sociaux est de plus en plus croissante avec l'apparition de nouvelles politiques comme le « Plan National Climat » adopté en 2008 dont l'objectif principal est d'intégrer des mesures au sein des différents niveaux de pouvoir afin de réduire les émissions de gaz à effet de serre en conformité avec les objectifs nationaux (Commission Nationale Climat, 2008). De plus, on note une forte croissance de manifestations notamment en Belgique avec « Claim the Climate » qui parvient à réunir plusieurs dizaines de milliers de personnes avec l'objectif de réclamer la justice climatique (La Libre, 2018).

Tous ces débats politiques et environnementaux ont fortement suscité mon intérêt depuis quelques années. Ainsi, plusieurs raisons m'ont poussée à m'intéresser à une finance plus solidaire et durable. Tout d'abord, en première année de Master j'ai décidé de suivre l'option

¹ Organisation à but non lucratif sensibilisant les effets négatifs de l'économie monétaire (Netwerk Vlaanderen, 2004).

² L'investissement éthique et solidaire désigne «un investissement direct de particuliers ou d'institutionnels dans le capital d'organisations alternatives à finalité sociale (coopératives, ONG, asbl, fondations,...). Il peut prendre des formes diverses : parts de coopérateur, prises de participation dans des sociétés à finalité sociale, obligations émises par des asbl » (Financité, s.d., Site web, para.1).

finance à l'ICHEC afin de mieux comprendre et connaître ce monde qui m'était inconnu. Au cours du temps, j'ai commencé à me poser quelques questions sur le système bancaire et plus précisément sur l'épargne. Où va notre argent ? Dans quoi investissent les banques ? Dans quelles entreprises et secteurs les banques investissent-elles ? Je connaissais l'existence d'une finance plus solidaire et durable mais je ne m'y étais jamais vraiment intéressée dans le passé jusqu'à un certain moment. N'ayant jamais eu l'occasion de suivre une formation sur la finance responsable, je n'aurais pas imaginé qu'il était possible de combiner la finance et le développement durable. Ainsi, en deuxième année de Master, j'ai décidé de m'éloigner de la finance et de me diriger vers une matière plus ancrée dans le social, sociétal et environnemental. J'ai donc eu l'opportunité de suivre l'option dénommée « Nouveaux Business Models Durables » dont l'objectif premier était de comprendre les business models actuels et de les faire basculer vers un modèle plus durable en prenant en compte les ressources de l'entreprise. Cette option m'a permis de comprendre que l'on pouvait parfaitement combiner la durabilité et le profit en allouant le mieux possible les ressources.

Lorsque j'ai commencé à faire mes recherches de stage, j'étais un peu partagée entre la finance et le développement durable. C'est à ce moment-là qu'un membre de ma famille m'a redirigée vers l'idée de réaliser mon stage au sein d'un fonds à impact. Ainsi, j'ai pris la connaissance du Citizenfund³, une coopérative d'investissement visant à soutenir des projets dans la transition, qui m'a tout de suite interpellée. D'une part, par l'union entre la finance et le développement durable et d'autre part, par l'implication des différents membres de la coopérative à prendre des décisions sur le choix des investissements suivant le principe « un homme, une voix ».

Lorsque j'ai appris l'existence de cette coopérative, j'ai également pris connaissance du concept de l'impact investing. Ce dernier m'était inconnu et il m'est devenu de plus en plus familier au fur et à mesure lors de mon stage. En effet, dans le cadre de celui-ci j'avais pour objectif de réaliser une cartographie des différents acteurs de l'investissement à impact actifs en Belgique. Je devais en premier lieu répertorier ces acteurs, évaluer leurs business models, recenser les secteurs d'activité qu'ils soutiennent et mieux comprendre leur vision et définition de l'impact de leurs investissements. Toutes les recherches effectuées sur ces différents acteurs m'ont permis de mieux comprendre le secteur en Belgique et m'ont donné envie d'approfondir ce thème. Ainsi, dès les premiers mois de stage, j'étais convaincue que cela pourrait me conduire à écrire un mémoire sur la thématique de l'impact investing.

Après cette introduction relative aux motivations qui m'ont guidée lors de mon choix du sujet de mémoire, je vais à présent donner une explication détaillée sur la formulation de la problématique ainsi que sur la méthodologie choisie tout au long de mes recherches.

³ Coopérative d'investissement à impact active en Belgique (Citizenfund, s.d.).

▪ Formulation de la problématique

Ayant préalablement abordé les motivations qui m'ont poussée à réaliser une analyse sur l'impact investing, je vais à présent introduire le sujet de mon mémoire de manière plus précise. Le terme impact investing est apparu récemment dans notre société et reste encore inconnu pour de nombreuses personnes. « The seeds for impact investing were sown in the last quarter of the twentieth century with the socially responsible investment and corporate responsibility movements »⁴ (Bugg-Levine et Goldstein, 2009, p.32). Il a été créé en 2007 par un groupe d'investisseurs à New York dont l'intérêt commun était de mesurer la réelle performance de leur capital en réalisant des actes positifs sur la société (Bugg Levine et Emerson, 2011). Ainsi, le terme impact investing se différentie des sources de financement traditionnelles par le simple fait que les investisseurs mobilisent et utilisent des capitaux afin de générer des « bénéfices » aussi bien sociaux et environnementaux que financiers (Clarkin et Cangioni, 2016, p.4). Cette forme d'investissement diffère donc de la philanthropie habituelle qui vise uniquement à obtenir un impact social sans retour financier, et du secteur classique qui recherche prioritairement un retour financier. La mise en œuvre d'une telle pratique permettra de rassembler bien plus de capitaux que ne peuvent rassembler les ressources publiques et les ressources philanthropiques aujourd'hui (GIIN, 2018). Afin de justifier l'existence de ce concept, les créateurs ont déterminé le besoin d'identifier des mesures pour quantifier l'impact réalisé par un investissement responsable. Ainsi, selon Clarkin et Cangioni (2016), le premier outil permettant aux investisseurs de mesurer leur impact était « the Impact Reporting and Investment Standards (IRIS) »⁵ (cité par Bradenburg, 2010, p.4).

Aujourd'hui nous avons tendance à confondre le concept d'impact investing avec celui d'investissement socialement responsable (ISR) car ces deux notions sont étroitement liées. En effet, selon une étude réalisée sur 85 articles et des rapports publiés sur l'impact investing, Agrawal et Hockerts (2019) démontrent qu'il existe un certain nombre de distinctions entre les termes ISR et l'impact investing. L'ISR consiste à investir dans des titres cotés en bourse, ce qui favorise la politique d'intégration des critères ESG (facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance) (Agrawal et Hockerts, 2019). De plus, cette étude dévoile que l'ISR englobe les intérêts de diverses parties prenantes et implique des investissements dans des organisations qui créent un impact social et environnemental. Agrawal et Hockerts (2019) considèrent que le niveau d'engagement des investisseurs ISR est inférieur à celui des investisseurs à impact. Quinn et Munir (2017) montrent que l'ISR vise à limiter les impacts négatifs qui proviennent des industries de tabac, de l'alcool et des armes à feu et mettent l'accent sur les entreprises et les activités qui ne nuisent pas à la société. Ainsi, l'ISR possède une approche proactive qui

⁴ Traduction : « Les graines de l'investissement responsable ont été semées dans le dernier quart du XXe siècle avec les mouvements de l'investissement socialement responsable et de la responsabilité d'entreprise ».

⁵ IRIS est le catalogue des indicateurs de performance que les principaux investisseurs à impact utilisent pour mesurer la performance sociale, environnementale et financière de leurs investissements [...] Le GIIN offre IRIS comme un bien public gratuit pour soutenir la transparence, la crédibilité et la responsabilité dans les pratiques de mesure d'impact dans l'impact investing (GIIN, 2018).

identifie les entreprises dans le but de réaliser un rendement financier et de créer un impact social ou environnemental positif (Quinn et Munir, 2017). Contrairement à l'ISR, l'impact investing vise à utiliser le capital d'investissement pour aider à résoudre les problèmes sociaux et/ou environnementaux dans l'attente d'un rendement financier (Quinn et Munir, 2017).

En Belgique, l'investissement à impact a pris de plus en plus d'importance et de sens auprès de la population. Ainsi, selon une enquête menée par Kantar TNS⁶ et publiée par Financité en mai 2014, 51 % des investisseurs belges déclarent qu'ils pourraient éventuellement investir dans un produit éthique ou durable. Cependant, seulement 23 % confient que ce type de placement ne leur a encore jamais été proposé par leur banquier et 24 % qu'ils ne font simplement pas confiance au label « placements éthiques et durables » (Bayot et al., 2019, p.22). De plus, selon une enquête menée par European Venture Philanthropy Association (EVPA)⁷ à la demande de la Fondation Roi Baudouin, une valeur de 429,24 millions d'euros a été consacrée en Belgique en 2015 à l'investissement à impact dans le développement, avec une croissance de près de 20% par rapport à 2014 (Fondation Roi Baudouin, 2017).

Le type de profil des structures qui investissent dans l'investissement à impact en Belgique est très varié. Il peut s'agir de fonds publics, d'investisseurs institutionnels, de plateformes de crowdfunding, de fondations, d'institutions de crédit et de fonds privés. Cependant, ce mémoire se concentrera plus particulièrement sur les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding en Belgique. Je ne prendrai donc pas en compte les fonds philanthropiques ni les grandes banques dans ma récolte et analyse de données. J'ai décidé de mettre l'accent sur ces deux types d'acteurs cités plus haut pour deux raisons. La première est principalement due à mon stage effectué chez un des petits investisseurs institutionnels belges sélectionnés : Citizenfund. Ainsi, cela m'a permis de comprendre l'identité et le fonctionnement d'une petite structure. La deuxième raison est mon envie de faire découvrir ces structures peu connues auprès du lectorat car elles sont, selon moi, tout aussi importantes que les grands investisseurs institutionnels. Ce travail a pour objectif de faire connaître leur existence auprès de la société afin qu'elle puisse percevoir les caractéristiques et les motivations qui les unissent. Par ailleurs, ce mode de financement vise tout particulièrement à stimuler, dans les pays moins développés, des projets qui vont améliorer les conditions de vie des populations tout en assurant un retour financier aux investisseurs (Fondation Roi Baudouin, 2017). Néanmoins, les acteurs belges qui seront analysés par la suite investissent dans des projets principalement ancrés dans le territoire belge ; les pays hors Belgique ne constituent pas une priorité pour eux.

Ce mémoire aura donc pour objectif d'analyser l'ensemble des petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding actifs en Belgique, de comprendre leurs caractéristiques et leurs motivations dans leurs engagements d'une telle pratique ainsi que les éléments qui pourraient les freiner dans leurs objectifs et enfin, tenter de découvrir les

⁶ Kantar TNS est un bureau de travail qui se concentre sur la collecte des données qui sont nécessaires pour réaliser une étude de marché. Kantar TNS regroupe différents bureaux d'études de marché internationaux dont un seul est actif en Belgique (Kantar TNS, 2018).

⁷ L'EVPA est une communauté d'organisations partageant la même vision et un objectif commun : créer un impact sociétal positif par le biais de la venture philanthropy (EVPA, s.d.).

différents éléments qui les rassemblent aujourd’hui. La question de recherche de ce mémoire est la suivante :

Quelles sont les caractéristiques rassemblant aujourd’hui les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding belges au sein de l’écosystème de l’impact investing ?

Nous citerons dans la première partie du travail les différents types d’investisseurs et organismes intervenant dans le secteur de l’impact investing. Néanmoins, dans la deuxième partie, seuls les petits investisseurs d’impact seront pris en compte lors de l’analyse. Nous allons par la suite évoquer la méthodologie qui a été appliquée tout au long de ce mémoire.

▪ **Méthodologie**

Nous allons maintenant aborder la méthodologie qui a été mise en place afin de mieux comprendre la structure de ce travail. Le mémoire constitue une étape importante pour l’étudiant car il met en avant l’ensemble des connaissances et apprentissages que celui-ci a acquis tout au long de son parcours d’étude. La réalisation d’un mémoire s’effectue en six points. Ainsi, cette démarche scientifique se compose de différentes étapes telles que la recherche d’une question de départ, la phase exploratoire, la construction d’un modèle d’analyse, la récolte de données, la présentation et l’analyse des données et la conclusion avec le recul critique et les limites (Paquet, Schrooten et Simon, 2018). Ce mémoire a pour objectif de faire avancer la réflexion théorique ainsi que d’apporter de nouvelles connaissances dans un ou plusieurs domaines de gestion. Il s’agit ici, d’un mémoire de recherche appliquée reposant sur une démarche déductive. Cette démarche consiste à partir de l’énoncé du concept (théorie) pour aller à la vérification par des exemples (terrain).

Dans la première partie du travail, nous aborderons le sujet de manière générale en introduisant ainsi le contexte historique et actuel, l’écosystème et les défis de l’impact investing aujourd’hui. Dans la deuxième partie, nous donnerons davantage de précisions et de réponses quant au sujet traité. Dans le chapitre quatre de la deuxième partie du travail (cf. infra p.41), sera expliquée en détail la méthodologie de la recherche utilisée. Ainsi, dans la deuxième partie du mémoire, nous privilierons la méthode qualitative plutôt que la méthode quantitative car elle assure une meilleure compréhension du phénomène traité (Paquet, Schrooten et Simon, 2018). Elle permet à l’interlocuteur de s’exprimer pleinement sur le sujet afin de récolter des informations plus précises sur le sujet. Ainsi, dans le cadre de ce mémoire, l’entretien semi-dirigé et le sondage ont été privilégié. L’entretien permet à l’interviewer de poser un certain nombre de questions tout en suivant un ordre et permettant à l’interlocuteur de s’exprimer librement sur le sujet. Les entretiens seront adressés aux différents petits investisseurs institutionnels et aux plateformes de crowdfunding actifs en Belgique. Le sondage permet d’en savoir plus sur les caractéristiques individuelles des différents acteurs.

Partie 1 : Analyse conceptuelle de l'impact investing

Cette première partie a pour objectif de définir et d'analyser le sujet de l'impact investing à travers la littérature. Cela permettra au lecteur de comprendre et de situer cette notion au sein de notre société et d'éliminer tous les doutes possibles sur le thème. Afin de rentrer dans le vif du sujet, cette première partie sera divisée en trois chapitres, chacun abordant une thématique différente pour mieux guider le lecteur vers la compréhension.

Le premier chapitre plonge directement le lecteur dans le contexte historique de l'impact investing en expliquant sa provenance ainsi que les différentes raisons de son apparition. Ensuite, il permet au lecteur de comprendre la situation actuelle de l'impact investing ainsi que les différentes caractéristiques qui le définissent et le rendent si important. De plus, il montre l'importance de cette notion au sein des entrepreneurs sociaux qui recherchent du financement aujourd'hui. Enfin, le chapitre se conclut en expliquant la confusion et l'incompréhension de la terminologie de l'impact investing au cours des dernières années et aujourd'hui.

Le deuxième chapitre se concentre sur l'écosystème de l'impact investing montrant ainsi les différentes parties prenantes contribuant et participant au bon fonctionnement du secteur ; cela permettra au lecteur de comprendre les implications et le rôle de chacune. De plus, les motivations des parties prenantes à investir dans des projets à impact ainsi que les risques et les rendements auxquels elles doivent faire face en rentrant dans ce marché seront étudiés.

Le troisième et dernier chapitre se termine par l'explication des différents enjeux existant au sein de l'impact investing. Ainsi, ces divers obstacles empêchent le secteur de se développer correctement et ne facilitent pas sa croissance. Parmi ces différents freins, le lecteur pourra observer des problèmes qui sont liés à la liquidité du marché, aux limitations réglementaires ainsi qu'au manque d'outils d'évaluation des impacts réalisés.

Chapitre 1 : Contexte et définition

Ce premier chapitre vise à situer le lecteur au cœur du sujet. Celui-ci sera divisé en cinq points clés. Premièrement, le premier point analysera, sur base d'une ligne du temps, l'émergence de l'impact investing afin de mieux comprendre son apparition au sein de la société. Parallèlement, nous verrons la situation de l'impact investing aujourd'hui. Deuxièmement seront décrites les différentes caractéristiques de cet univers en commençant par les secteurs qui sont les plus concernés puis en parcourant les objectifs de Développement Durable (ODD) ainsi que les outils de financement mis au service par les investisseurs. Troisièmement, nous aborderons les différentes mesures d'impact existantes et employées par les investisseurs à impact. Quatrièmement, sera introduit l'entrepreneuriat social au sein de l'impact investing ainsi que les défis qui en découlent. Enfin, le cinquième point se conclut par une explication sur la confusion autour de la terminologie de l'impact investing auprès de nombreux auteurs.

1.1. Origine et situation actuelle

Bien que l'impact investing soit un concept récent et nouveau pour de nombreux investisseurs, la pratique d'investissement dans des structures et initiatives qui ont une plus-value sociétale⁸ existe déjà depuis des siècles. Selon certains écrivains, cet intérêt croissant pour les investissements responsables⁹ est apparu pour la première fois chez les Quakers¹⁰ au XVIIème siècle en Angleterre (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Ces derniers désiraient incorporer leurs valeurs religieuses au sein de l'activité commerciale afin d'éviter toute pratique jugée immorale, telle que la production de tabac et d'alcool (Quinn et Munir, 2017). Selon d'autres, ce mouvement commença par des campagnes de désinvestissement contre l'apartheid en Afrique du Sud dans les années 60, suivies par des investissements exclusivement consacrés à améliorer la qualité de l'air et de l'eau aux Etats-Unis dans les années 70, ainsi que la croissance des microcrédits dans les pays en voie de développement dans les années 90 (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Ensuite, ces idées se sont concrétisées avec le lancement du « Pioneer Fund » créé en 1928 par un groupe ecclésiastique à Boston (Knoll, 2002). C'est ainsi le premier fonds commun de placement et l'un des plus importants fonds d'investissement éthique parvenant à éviter divers investissements allant à l'encontre des critères religieux (Gillet et Salaber-Ayton, 2017).

⁸ Qui prend en considération la société au sens large, c'est-à-dire son environnement naturel et humain (Financité, s.d, Site web, para.1.).

⁹ L'investissement responsable désigne les différentes approches qui consistent à intégrer les enjeux environnementaux, sociaux et de gouvernance en matière de placements (Hebb, 2013).

¹⁰ Membres d'un mouvement religieux protestant (Société des Amis) fondé en 1652 par un jeune cordonnier anglais, George Fox, en réaction contre le formalisme et le conformisme de l'Eglise anglicane et répandu surtout aux Etats-Unis, où il s'implanta en 1681 (Larousse, 2008).

Dans les années 60, de nombreux investisseurs politiquement motivés par la cause environnementale et sociale se sont mobilisés pour attirer l'attention sur des questions sociétales (Trelstad, 2016). Ainsi, dans les années 70, les fonds éthiques aux Etats-Unis ont commencé à intégrer des critères ESG au sein de leur stratégie (Gillet et Salaber-Ayton, 2017). De cette manière, le premier fonds moderne et socialement responsable, the Pax World Fund, a été créé en 1971 aux Etats-Unis. Ce dernier a été créé pour les investisseurs qui s'opposaient à la guerre du Vietnam et il a évité d'investir dans des entreprises d'armement (Gillet et Salaber-Ayton, 2017).

D'une part l'opposition à la guerre du Vietnam et d'autre part la prise de conscience croissante des conséquences sociales et environnementales des activités économiques du pays font surgir le premier fonds « Investissement Socialement Responsable » (ISR). Ce dernier interdisait tout investissement dans l'industrie du tabac et d'alcool ainsi que dans l'industrie de l'armement (Trelstad, 2016). En effet, l'ISR a pour objectif de guider les investissements vers des entreprises soucieuses des critères ESG afin d'exclure toutes les entreprises commerciales générant de mauvaises pratiques dans leur activité (Geczy, Stambaugh et Levin, 2005).

Cette étape historique a conduit l'ISR vers des stratégies d'investissement ESG qui allaient au-delà de l'expression « do no harm »¹¹ (Finkelman et Huntington, 2017). Au lieu d'exclure les entreprises ayant un effet néfaste sur la société, l'investissement ESG réalise une sélection positive sur base d'une recherche d'investissement liée aux droits de l'homme, à la diversité, au climat, au développement communautaire ou autre (Finkelman et Huntington, 2017). Selon Finkelman et Huntington (2017), les critères ESG sont devenus plus sophistiqués et permettraient aux sociétés d'investissement de suivre de plus près les résultats. De plus, une analyse approfondie des facteurs et de leur performance est rendue possible grâce à la transparence accrue provenant des pressions exercées par les actionnaires. Ainsi, il est de plus en plus facile d'accéder à une performance tout en ayant un impact positif sur la société, ces deux paramètres vont donc de pair (Finkelman et Huntington, 2017).

Enfin, selon Harji et Jackson (2012), ce n'est qu'en 2007 que le terme « impact investing » surgit pour la première fois lors d'une réunion organisée par la fondation Rockefeller au centre Bellagio en Italie. Celle-ci réunissait les leaders de la finance, de la philanthropie et du développement dans le but de discuter de la nécessité de bâtir ensemble un marché global en quête d'investissements ayant un impact social et environnemental positif sur la société (Höchstädter et Scheck, 2014, p.1).

De cette manière, nous pouvons reproduire sur une ligne du temps les différentes étapes qui ont précédé l'impact investing afin d'observer l'évolution de cette mentalité et l'apparition d'un nouveau secteur. Ainsi, grâce à l'analyse réalisée par Dumas et Louche (2015), nous avons pu reconstituer les dates de la période de l'ISR et de l'ESG. Bien que l'impact investing soit reconnu comme un nouveau terme, le principe d'investir son argent dans le but de réaliser une plus-value sociétale ne l'est pas (Nicholls, 2010).

¹¹ Principe selon lequel les actions ne doivent pas causer de préjudice ou d'injustice aux personnes (Finkelman et Huntington, 2017).

Figure 1 : L'émergence de l'impact investing



Source : reproduit et adapté de Dumas, C. et Louche, C. (2015). *Collective Beliefs on Responsible Investment*. *Business & Society*, 55(3), 427–457.doi:10.1177/0007650315575327

En résumé, l'impact investing se distingue clairement de l'ISR et est perçu comme allant au-delà de celui-ci. En effet, selon Höchstädt et Scheck (2014), on observe dans la pratique de l'impact investing une plus grande réactivité pour relever les défis sociaux et/ou environnementaux contrairement aux critères ESG qui visent à améliorer les actions effectuées dans les entreprises.

Bien que l'impact investing soit un sujet récurrent, la littérature ne parvient pas à expliquer concrètement la signification de cette appellation. Dès lors, la définition qui me paraît la plus exhaustive est celle qui a été définie par le Global Impact Investing Network (GIIN) en 2009 : « *Impact investments are investments made into companies, organizations, and funds with the intention to generate social and environmental impact alongside a financial return* ».¹²(GIIN, 2018, p.l).

Cependant, la définition de l'impact investing suscite la curiosité de nombreux auteurs, notamment celle de Brian Trelstad. Tout d'abord, ce dernier évoque la difficulté de distinction entre un investissement avec et sans impact principalement dû au fait qu'il existe une grande diversité de catégories d'actifs et de thèmes (Trelstad, 2016). Deuxièmement, selon lui, l'étendue de la définition de l'impact investing est intentionnelle car elle cherche à montrer l'ampleur du concept, incluant ainsi une variété de thèmes, de zone géographique et d'acteurs (Trelstad, 2016). Enfin, il souligne que la définition évoquée par le GIIN contient des hypothèses qui ne sont pas affirmées. En effet, la définition suppose que l'intention de générer « un impact social et environnemental » est en corrélation avec le fait de savoir si un investissement apporte effectivement des avantages sociaux ou environnementaux (présumés positifs). Si on reprend l'ensemble de la définition, on pourrait interpréter que les investissements traditionnels réalisés dans des fonds, des organisations ou dans des entreprises à but lucratif sans l'intention d'avoir un impact social ou environnemental n'en n'ont aucun et que par conséquence l'impact social ou environnemental de ces entreprises ne peut être mesuré (Trelstad, 2016). De plus, selon Erickson et la fondation Rockefeller, un concept vague peut compromettre la crédibilité et la légitimité de l'idée de l'impact investing dans son ensemble ainsi que celle des organisations associées (cité par Höchstädt et Scheck,

¹² Traduction : « Les investissements à impact sont des investissements mis en œuvre dans des entreprises, des organisations et des fonds avec l'intention de générer un impact social et environnemental en même temps qu'un rendement financier ».

2014). Par conséquent, cela pourrait mener à ce que l'on nomme « impact washing »¹³ (Harji et Jackson 2012, p. 41). D'autre part, selon Conway, Stevens, McKee, Neighbor et Ulrich, le manque de clarté dans cette terminologie peut nuire à l'expansion et à la croissance du marché ainsi qu'à l'adoption de cette notion (cité par Höchstädter et Scheck, 2014). Pour conclure, Höchstädter et Scheck soutiennent l'idée de Pfeffer (1993) concernant l'importance d'un consensus permettant par la suite une meilleure communication et coopération entre les chercheurs afin de délivrer une définition claire et précise pour l'ensemble de la population (Höchstädter et Scheck, 2014).

Aujourd'hui, certaines personnes ne parviennent pas à s'éloigner des anciens stéréotypes et mentalités s'orientant uniquement vers le rendement financier. C'est la raison pour laquelle ces personnes sont convaincues que les investissements à impact ont un rendement financier nettement inférieur au taux du marché (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Selon Bugg-Levine et Emerson, tous les investissements peuvent générer un impact social positif, néanmoins, certains sont plus proches de l'action que d'autres. De toute évidence, ce n'est pas en investissant dans un pays pauvre que l'on peut être directement considéré comme un investisseur à impact. La mesure d'impact doit se situer au cœur d'un outil de gestion plutôt qu'un outil de marketing (Bugg-Levine et Emerson, 2011).

Il est important pour un investisseur de bien faire la distinction d'une part entre la valeur qui pourrait être créée suite à un investissement et d'autre part ce que cet investissement pourrait avoir comme répercussion. Cette distinction est éminente pour les investisseurs à impact qui élaborent des stratégies d'investissement où ils peuvent générer une « blended value »¹⁴ (Bugg-Levine et Emerson, 2011, p.10). La notion de « blended value » désigne la valeur qui a été générée lorsque les investisseurs investissent. Celle-ci est composée simultanément de trois composantes : économique, sociale et environnementale. Elle se distingue des valeurs observées dans la société car nous retrouvons d'une part la valeur étant uniquement économique (générée par des entreprises à but lucratif), d'autre part la valeur étant uniquement sociale (générée par des organisations sans but lucratif) et enfin, la valeur environnementale (Bugg-Levine et Emerson, 2011).

Afin de mieux situer et quantifier le secteur, le Global Impact Investing Network (GIIN), l'un des plus grands réseaux en ligne de l'impact investing, a estimé le marché de l'impact investing pour un montant de 228,1 milliards de dollars à la fin de l'année 2017 (GIIN, 2018, p.21) contre 114 milliards de dollars à la fin de 2016 (GIIN, 2017, p. XIII). Le GIIN a élaboré son étude en s'appuyant sur 229 organisations dont la majorité se trouvent aux Etats-Unis et au Canada (47%) et en Europe (30%) (GIIN, 2018, p.X). Jusqu'à présent, la majorité des acteurs clés de l'impact investing se situaient aux Etats-Unis ou en Europe, mais on constate aujourd'hui un nombre croissant d'acteurs localisés en Asie, en Amérique et en Afrique (Jackson, 2013).

¹³ Traduction et définition : « lavage d'impact est un synonyme de « greenwashing » qui désigne des initiatives en faveur de projets censés avoir des impacts environnementaux ou sociaux mais qui ne génère rien.

¹⁴ Traduction : « valeur mixte ».

La situation actuelle montre que l'industrie de l'impact investing est en pleine croissance en partie grâce à la présence des acteurs dans diverses régions, secteurs et catégories d'actifs. Ces 229 organisations investissent approximativement à part égal dans les marchés émergeants (45%) et dans les marchés développés (42%) (GIIN, 2018, p.XI). En ce qui concerne les secteurs, ils investissent majoritairement dans les services financiers (19%), l'énergie (14%), la micro-finance (9%) et le logement (8%) (GIIN, 2018, p.XI). De plus, parmi ces 229 organisations, on compte environ 59% d'administrateurs de fonds et 13% de fondations. Les autres catégories d'acteurs incluent les banques (6%), family offices (FO)¹⁵ et les fonds de pension (4%) et les compagnies d'assurance (4%).

Il est tout de même important de souligner que le GIIN ne reprend pas dans son analyse l'entièreté des acteurs de l'impact investing sachant que ce concept reste encore inconnu et ambigu pour certains. Néanmoins, il permet non seulement de donner une meilleure vision globale du secteur, mais également d'informer et de rendre plus transparente la notion de l'impact investing dans le monde entier.

1.2. Caractéristiques de l'impact investing

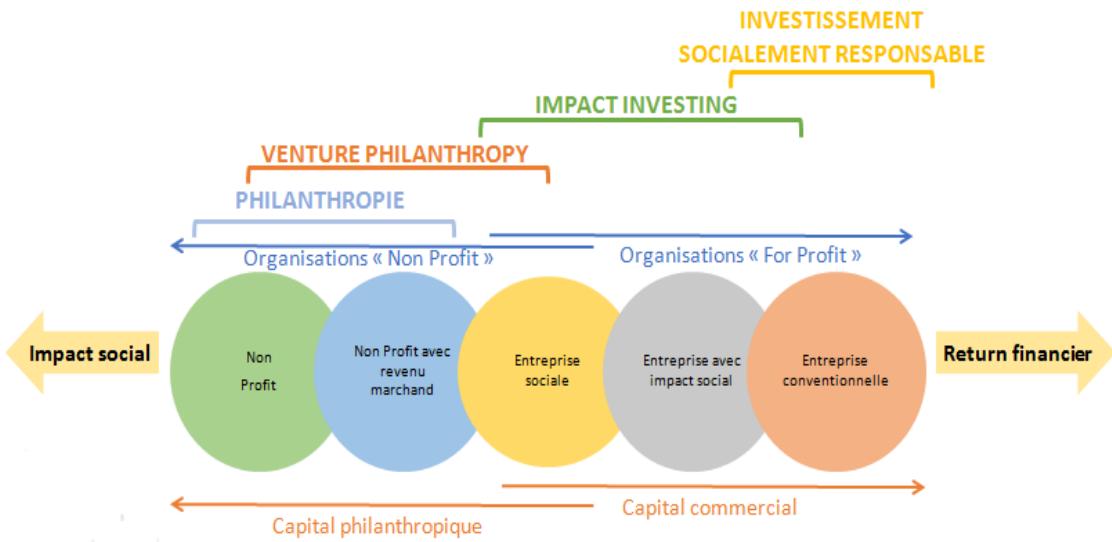
L'impact investing est composé de nombreuses caractéristiques qui lui sont propres et lui permettent de se distinguer des autres pratiques. Ces caractéristiques seront expliquées par la suite et je commencerai par évoquer les points clés nécessaires pour la conformité aux normes de l'impact investing. Ensuite, j'analyserai les différents secteurs et thèmes dans lesquels un investisseur peut investir. Et enfin, j'évoquerai les différents outils de financement accessibles aux investisseurs à impact.

1.2.1. La délimitation de l'impact investing

L'existence de nombreux concepts visant à décrire les investissements qui tiennent compte des aspects sociaux et environnementaux a engendré une certaine confusion sur la terminologie de l'impact investing. La figure ci-dessous nous permet de mieux comprendre la délimitation du secteur de l'investissement à impact. Celle-ci illustre les différentes composantes de l'impact investing en montrant ses limites à la philanthropie, venture philanthropie et à l'ISR :

¹⁵ Family offices est une structure privée créée pour superviser les questions financières personnelles des membres de la famille (Wessel, 2013).

Figure 2 : La délimitation de l'impact investing



Source : reproduit et adapté de Xhauffair. (2019). L'argent, levier d'impacts...Acteurs, méthodes, impacts. Récupéré de la conférence organisée par Virginie Xhauffair en mai 2019.

On observe tout d'abord dans ce graphique les différentes notions qui délimitent le concept de l'impact investing telles que la philanthropie, la venture philanthropy et l'investissement socialement responsable. La philanthropie est désignée comme « l'ensemble des transferts de ressources (financières, dons en nature, bénévolat...) librement consentis par des acteurs privés, en vue de servir le bien commun et d'améliorer la qualité de vie des personnes » (Philanthropie investissement social, 2014, Site web, para.4). La nature de la philanthropie en Europe a changé et elle se définit de plus en plus comme un investissement réalisé avec l'objectif de percevoir un retour sur investissement (RSI). Selon le profil de l'investisseur, les souhaits du type RSI peuvent varier (Philanthropie investissement social, 2014). Ainsi, certains investisseurs sociaux désirent uniquement un impact social tandis que d'autres vont préférer un double impact : social et financier. De cette manière, le concept de venture philanthropy fait son apparition et est perçu comme une approche utilisant à la fois l'investissement social et les subventions (EVPA, 2015). Les caractéristiques principales de la venture philanthropy sont le renforcement des capacités organisationnelles, un financement sur mesure, un soutien non financier, un engagement important, un soutien pluriannuel, une mesure du rendement et la participation des réseaux (EVPA, 2015).

À cette nouvelle philanthropie adhèrent des investisseurs provenant des sociétés de capital d'investissement, des entrepreneurs ou des industriels qui désirent investir leur argent au service d'une cause particulière à laquelle ils sont attachés. Ils partagent donc tous le désir d'investir dans de nouveaux projets et concepts afin de soutenir les entrepreneurs sociaux (Philanthropie investissement social, 2014). L'ISR est une forme d'investissement qui se distingue de l'impact investing et de la philanthropie (cf. supra p.3). L'ISR a comme objectif principal d'investir dans un large portefeuille d'entreprises qui adoptent des bonnes pratiques d'entreprise en termes de gouvernance de leurs employés et gestion de l'environnement (Rouny et al., 2017).

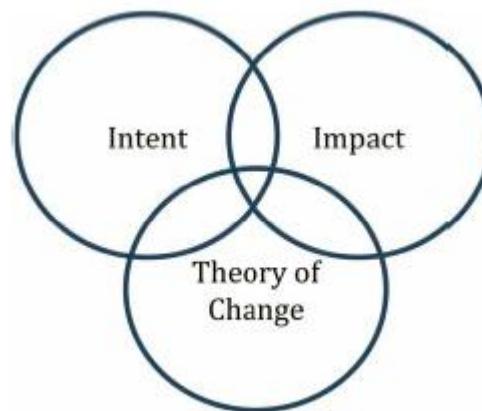
D'autre part, dans la figure ci-dessus, plus on se rapproche vers la droite, plus le désir de l'investisseur de recevoir un rendement financier est important. Cependant, si on se rapproche vers la gauche, l'investisseur ne cherchera en retour qu'un impact social. En l'occurrence, l'impact investing se trouve à l'intersection de ces deux objectifs, ce qui explique que l'investissement à impact cherche à réaliser à la fois un impact social et/ou environnemental tout en percevant un rendement financier. L'impact investing englobe, selon le graphique, trois types d'organisations : les entreprises sociales, les entreprises avec impact social et les entreprises conventionnelles (Xhaufflair, 2019).

1.2.2. Le rôle de l'impact investing

Selon Grabenwarter et Liechtenstein (2011), pour respecter les normes de l'impact investing, un investisseur doit prendre en compte cinq caractéristiques clés :

- ✓ Une corrélation positive entre l'impact social escompté et le rendement financier de cet investissement
- ✓ Un impact social intentionnel et prédéterminé
- ✓ Un impact social mesurable
- ✓ Un résultat qui a un impact positif net pour la société
- ✓ Visant un profit

Figure 3 : Les trois composantes de la définition de l'impact investing



Source : Jackson, E. (2013). *Interrogating the theory of change : evaluating impact investing where it matters most*. Journal of Sustainable Finance & Investment, 3:2, 95-110, DOI: 10.1080/20430795.2013.776257

Néanmoins, selon Jackson (2013), l'impact investing est constitué principalement de trois composantes. La première est l'intention de l'investisseur de réaliser un impact positif sur la

société. La deuxième est d'être capable de montrer des preuves tangibles quant à l'investissement réalisé. Et enfin, la troisième correspond à la « theory of change »¹⁶. Dans son article, Edward Jackson (2013) soutient l'idée qu'en reliant la « theory of change » à d'autres outils de mesure utilisés pour évaluer l'impact, on parviendrait à s'appuyer sur un ensemble de mesures beaucoup plus solides pour mesurer les impacts. La mise en place de cette théorie n'est pas coûteuse contrairement à l'utilisation d'autres outils de mesure d'impact et elle favorise la rigueur analytique, l'apprentissage et l'optimisation des ressources (Jackson, 2013).

Une dernière caractéristique importante à souligner est que l'impact investing suit une stratégie d'investissement de moyen ou long terme, ce que l'on nomme en anglais « patient capital » c'est-à-dire que la rentabilité attendue s'étale sur plusieurs années (Guézennec et Malochet, 2013). En effet, les investisseurs à impact qui cherchent à équilibrer le rendement financier et l'impact auront tendance à se concentrer et investir dans des projets et des entreprises dont les rendements ont un horizon à long terme (Lazzarini et al., 2014). La majorité des entreprises sociales qui sont en phase de démarrage, comptent encore sur le soutien des subventions ponctuelles et du « patient capital » qui peuvent supporter des rendements financier peu optimaux voire même négatifs (Alto, 2012).

1.2.3. Les secteurs d'activité concernés

Selon Guézennec et Malochet (2013), il existe principalement quatre grands secteurs dans lesquels intervient l'impact investing. Le premier secteur concerne l'inclusion sociale comprenant ainsi tous les aspects liés à l'intégration des personnes sur le marché du travail, à l'assistance à la personne, à l'accès aux infrastructures et aux services sociaux. Tel est le cas d'un des projets financés par Phitrust, acteur de l'impact investing en France et en Belgique, dénommé la Varappe. Ce dernier est un groupe de réinsertion sociale par l'emploi dans divers secteurs tels que les énergies renouvelables, la gestion des déchets, l'entretien des espaces verts et autres (Phitrust, s.d.).

Le deuxième secteur touche l'industrie énergétique dont le but est de développer et favoriser les projets touchant au développement durable (Guézennec et Malochet, 2013). En Belgique, nous pouvons retrouver un grand nombre de projets ancrés dans ce secteur ainsi que des acteurs investissant dans cette industrie. Prenons par exemple la société Chroma, présente en Belgique et active à l'étranger, elle investit dans des projets énergétiques industriels. Chroma agit comme catalyseur de la transition énergétique en proposant des moyens de production durables et renouvelables pour ainsi faire face aux défis environnementaux (Chroma, s.d.).

Le troisième secteur est uniquement dédié au logement et il deviendra en 2020, selon JP Morgan19, le premier secteur mondial de l'impact investing (cité par Guézennec et Malochet, 2013, p.16). Nous pouvons par exemple évoquer le projet Inclusio en Belgique qui a pour

¹⁶ Traduction et définition : la théorie du changement est un concept clé pour l'évaluation des programmes (Hebb, 2013).

finalité de fournir aux populations démunies, des logements à des prix accessibles (Inclusio, s.d.).

Le quatrième et dernier secteur d'après eux concerne les aides apportées aux pays en voie de développement, en d'autres termes il s'agit ici de la microfinance (Guézennec et Malochet, 2013). En Belgique, il existe de nombreux acteurs présents dans la microfinance. Par exemple, la coopérative belge Alterfin mobilise du capital pour ensuite l'investir dans les pays en voie de développement à travers des institutions de microfinance et des organisations actives dans l'agriculture durable pour améliorer les conditions de vie des plus démunis (Alterfin, s.d.).

Cependant, selon O'Donohoe, Leijonhufvud et Saltuk (2010), il existe deux dimensions dans lesquelles sont classés les différents secteurs d'activité : les besoins fondamentaux et les services de base, comme représentés dans la figure ci-dessous. Il est important de souligner que cette classification bidimensionnelle n'est ni exhaustive ni exclusive. De plus, un investissement ne fera pas nécessairement partie d'une seule catégorie au sein des secteurs d'activité (O'Donohoe et al., 2010).

Tableau 1 : Secteurs des entreprises pour les investissements à impact

Secteur des entreprises	
Besoins fondamentaux	Services de base
<ul style="list-style-type: none"> ▪ Agriculture ▪ Eau ▪ Logement 	<ul style="list-style-type: none"> ▪ Education ▪ Santé ▪ Energie ▪ Services financiers

Source : reproduit et adapté d'O'Donohoe, Leijonhufvud et Saltuk (2010). *Impact Investments: an emerging asset class.* Récupéré de https://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/document/impact_investments_nov2010.pdf p.19

Une enquête a été réalisée par le GIIN et J.P. Morgan, sur base de 2200 investissements dans les pays du Nord et du Sud, montrant ainsi que la majorité d'entre eux étaient concentrés dans la microfinance, le logement et les projets intersectoriels (Harji et Jackson, 2012). Il existe donc, selon ces différents auteurs, un grand nombre de secteurs dans lesquels les investisseurs à impact investissent aujourd'hui. On observe que le secteur du logement est le plus consensuel de tous car c'est le seul secteur qui est cité à chaque fois par les auteurs (Harji et Jackson, 2012; O'Donohoe et al., 2010; Guézennec et Malochet, 2013).

Lorsque les investisseurs à impact prennent des décisions d'investissement dans une banque comme JPMorgan, ils ont le choix entre un secteur d'activité spécifique ou un objectif d'impact comme principal centre d'intérêt (O'Donohoe et al., 2010). Par conséquent, si les investisseurs se tournent vers un objectif d'impact, ils pourront s'appuyer sur les 17 objectifs de développement durable établis par les Nations Unies.

1.2.4. Les Objectifs de Développement Durable (ODD)

Comme expliqué ci-dessus, les investisseurs peuvent orienter leurs investissements vers des objectifs sociaux et environnementaux plus concrets. Ainsi, en septembre 2015, des dirigeants mondiaux se sont réunis à un sommet sur le développement durable au siège des Nations Unis à New York pour les 17 ODD à atteindre d'ici 2030 (Gupta et Vegelin, 2015). Ce programme mondial offre donc l'opportunité à l'ensemble des investisseurs d'investir leurs capitaux dans des projets à fort impact luttant ainsi contre des défis sociétaux cruciaux.

En effet, dans l'un des rapports publiés par le GIIN, on évoque l'importance des ODD pour mettre fin aujourd'hui à la pauvreté et protéger la planète pour les générations futures (GIIN, 2016). Les 17 objectifs sont partagés en trois dimensions clés : l'inclusion sociale, écologique et relationnelle (Gupta et Vegelin, 2015). L'image ci-dessous illustre et donne un meilleur aperçu sur la thématique de l'ensemble des objectifs :

Figure 4 : Les Objectifs du Développement Durable



Source : Unesco. (s.d.). UNESCO and Sustainable Development Goals. Récupéré de <https://en.unesco.org/sdgs>

Pour parvenir à réaliser ces 17 objectifs d'ici 2030, il est nécessaire que le secteur financier contribue en fournissant des investissements substantiels. Selon une analyse réalisée par Business and Sustainable Development Commission (2017)¹⁷, la réalisation de ces objectifs permettrait de créer 380 millions nouveaux emplois et ouvrirait des débouchés commerciaux pour un montant de 12 milliards de dollars (cité par le GIIN, 2018). Ainsi, les investisseurs à impact ont décidé d'adapter leurs produits et leurs fonds de façon à mieux répondre aux ODD. De plus, 55% des participants réalisent un suivi de leurs rendements sur au moins une partie

¹⁷ Traduction : « Commission des entreprises et du développement durable ».

de leurs investissements en matière d'impact par rapport aux ODD (Business & Sustainable Development Commission, 2017).

De nombreuses entreprises visant aujourd’hui à améliorer le bien-être social et environnemental sont en pleine phase de création ou de développement et ont besoin d'une aide financière pour développer leur activité. Ici, l'impact investing joue un rôle éminent car il a permis de débloquer les capitaux privés pour faire face à des problèmes sociaux (GIIN, 2018). Prenons le cas de Triodos, gestionnaire de fonds basé aux Pays-Bas, la société compte 3,5 milliards de dollars d'actifs en fonds d'investissement durable. De ce montant, 2,2 milliards de dollars sont alloués à des investissements ayant un impact direct sur l'énergie, l'alimentation, l'immobilier, les arts et la culture (GIIN, 2017). De plus, Triodos considère les ODD comme une motivation qui encouragera la communauté des investisseurs à soutenir le développement d'un monde meilleur (GIIN, 2017).

1.2.5. Les outils de financement

Selon Addis et al. (2013), l'impact investing ne semblerait pas se limiter au niveau des outils de financement et pourrait survenir dans toutes les catégories d'actifs et instruments financiers. Ces derniers comprennent les capitaux propres, les garanties, la dette, les dépôts et les obligations (O'Donohoe et al., 2010). De même, ce point de vue a été partagé par l'auteur Trelstad qui explique que l'impact investing est respectivement lié à la dette et à la prise de participation. De plus, d'après un sondage réalisé sur 99 investisseurs à impact, le capital privé et la dette sont les deux instruments les plus utilisés lors d'un investissement à impact (Saltuk et al., 2013). Lors d'un rapport sur l'investisseur à impact, le GIIN montre que 41% des investissements à impact se font à travers la dette privée, 18% à travers du capital privé et 14% à travers des fonds publics (GIIN, 2018).

Cependant, ce regard pourrait être confronté avec l'article de O'Donohoe, Leijonhufvud et Saltuk intitulé « Impact Investments : an emerging asset class »¹⁸. Cet article démontre que les investissements à impact émergent comme une classe d'actifs alternative même si certains de ces investissements peuvent aussi être classés dans des catégories d'investissement traditionnelles (dettes, actions, capital-risque) (O'Donohoe et al., 2010). Une catégorie d'actif se définit par la manière dont les institutions financières de placement s'organisent autour d'elle (O'Donohoe et al., 2010).

Cette nouvelle catégorie d'actifs est définie par de nombreuses caractéristiques (O'Donohoe et al., 2010). Premièrement, elle exige des compétences en termes de placement et de gestion du risque. Deuxièmement, elle exige des structures organisationnelles adaptées à ce type de compétences. Ainsi, on retrouve d'une part les experts en vente qui construiront leur place au sein des structures organisationnelles de leur entreprise et d'autre part, les organismes d'achat qui alloueront les capitaux et embaucheront des investisseurs spécialisés dans le secteur. Troisièmement, elle est gérée par des organismes de l'industrie, des associations et

¹⁸ Traduction : « Investissements à impact: un nouveau type d'actif ».

des établissements d'enseignement. Quatrièmement et dernièrement, elle encourage l'élaboration et l'adoption d'une mesure standardisée (O'Donohoe et al., 2010). De cette manière, des indices seront mis en œuvre afin de surveiller et comparer la performance du secteur et des évaluations seront mises en place pour aider les investisseurs à trouver une valeur relative parmi les perspectives d'investissement (O'Donohoe et al., 2010).

Pour conclure, un investisseur à impact dispose d'une stratégie d'investissement très variée aussi bien lorsqu'il s'agit du secteur d'activité, de la zone géographique, des objectifs d'impact et des instruments financiers (Höchstädter et Scheck, 2014). Néanmoins, l'investissement à impact montre des indicateurs propres à une nouvelle classe d'actifs en plein essor. Il en est de même pour les fonds spéculatifs, les marchés émergents, les matières premières et le crédit structuré, qui sont tous des groupes d'actifs alternatifs canalisant des capitaux importants.

1.3. Mesures d'impact

Dans un premier temps, nous examinerons ce que représente l'impact selon les différents auteurs des articles scientifiques. Dans un deuxième temps, nous analyserons les diverses façons de mesurer l'impact social et/ou environnemental. Finalement, nous consacrerons la dernière partie à explorer les difficultés rencontrées lors de la mesure d'impact.

1.3.1. Que représente l'impact ?

Précédemment, nous avions évoqué dans la définition de l'impact investing le terme « intention » (cf. supra p.9). En effet, les investisseurs à impact ont l'intention de générer des objectifs positifs sur la société, autant au niveau social qu'environnemental, tout comme les philanthropes. Néanmoins, ces derniers se centrent uniquement sur un but social (Brest et Born, 2013). La question fondamentale n'est pas de connaître l'intention particulière de l'investisseur mais de savoir si l'investissement qu'il va réaliser aura un quelconque impact sur la société. Selon Brest et Born (2013), il est possible de réaliser un impact social sans pour autant que celui-ci soit intentionnel ; ils prennent l'exemple des investisseurs ayant investi dans des entreprises de télécommunications dans les pays développés et en développement, dont l'unique motivation était de réaliser du profit. D'un point de vue global, les individus seront plus susceptibles d'atteindre leurs objectifs intentionnellement qu'involontairement (Brest et Born, 2013).

La vision de l'auteur sur l'impact se divise en trois paramètres essentiels : l'impact sur les entreprises, l'impact sur les investissements et l'impact non monétaire (Brest et Born, 2013). L'impact sur les entreprises fait référence à la valeur sociale des biens ou des services fournis par l'entreprise dans laquelle l'investisseur a investi. L'impact de l'investissement concerne la participation financière d'un investisseur à la valeur sociale créée par l'entreprise. Enfin, l'impact non monétaire reflète les contributions, autres que financières, que les investisseurs,

gestionnaires de fonds ou autres peuvent apporter à la valeur sociale de l'entreprise (Brest et Born, 2013).

Selon Reeder et al. (2015), la mesure d'impact représente un aspect important pour les différents acteurs de l'écosystème de l'impact investing. Premièrement, **les investisseurs** cherchent à savoir dans quelle mesure leurs actions contribuent ou entravent la réalisation d'objectifs plus ambitieux de bien-être social, dans quels délais et avec quels niveaux de risque. Ensuite, les **gestionnaires de fonds** peuvent souhaiter comparer l'efficacité de différents investissements entre eux ou au fil du temps. Puis, **les sociétés émettrices** désirent peut-être utiliser des indicateurs pour déterminer les progrès réalisés. Enfin, **les bénéficiaires** peuvent souhaiter participer au processus de mesure pour influencer le processus d'investissement.

1.3.2. Comment mesurer l'impact ?

Lorsque nous avions défini l'impact investing antérieurement (cf. supra p.9), la notion ne mettait pas l'accent sur la mesure d'impact (GIIN, 2018). Cependant, si nous prenons la définition citée par Gläenzel et Scheuerle (2016) : « measurable social and ecological impact as dominant goals here, with the potential for a financial upside »¹⁹, ils soulignent l'importance de la mesure de l'impact social et écologique (Gläenzel et Scheuerle, 2016, p.7). Il est donc indispensable pour les investisseurs à impact de mesurer et de réaliser un suivi du rendement social afin d'observer concrètement les progrès réalisés (O'Donohoe et al., 2010).

Dans la figure 5 ci-dessous, on observe les différentes étapes nécessaires qui mènent à la mesure de l'impact social. L'objectif de la mesure d'impact est de contrôler le processus de création d'impact social dans le but de le maximiser (EVPA, 2015). La gestion de l'impact doit se faire de façon récurrente. Il est fondamental d'identifier les éléments nécessaires à la modification du processus de gestion afin d'optimiser l'impact social (EVPA, 2015). L'une des recommandations de l'EVPA pour le mesurer est de calculer les résultats en repérant les facteurs qui contribuent à diminuer ou à augmenter l'impact de l'organisation, plutôt que de réaliser des calculs complexes (EVPA, 2015).

¹⁹Traduction : « l'impact social et écologique mesurable en tant qu'objectifs dominants, avec la possibilité d'une augmentation financière ».

Figure 5 : Les cinq étapes de la mesure de l'impact social



Source : reproduit et adapté d'EVPA (2015). *A practical guide to measuring and managing impact*. Récupéré de <https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/measuring-and-managing-impact-a-practical-guide>, p.16

Selon Viviani (2018), la création de valeur sociale peut et doit être mesurée suivant trois dimensions : la rentabilité financière, l'impact social et le risque (Viviani, 2018). La rentabilité financière dépendra tout d'abord de la nature et de la stratégie de l'investissement (Arosio, 2011). En effet, la nature de l'investissement peut être très diverse et peut toucher plusieurs aspects tels que la culture, l'environnement, le social, l'économie, la gouvernance et autres (Viviani, 2018). L'exigence d'une rentabilité financière minimale est un des critères qui permet de différencier l'impact investing de la philanthropie (Viviani, 2018).

L'une des caractéristiques de l'impact investing est la manière dont les investisseurs cherchent à mesurer et à communiquer leur performance sociale et/ou environnementale. En utilisant des outils de gestion de l'impact, ils parviennent à mesurer les objectifs qu'ils désirent atteindre (GIIN, 2018). D'après une étude réalisée par le GIIN, environ 70% des investisseurs emploient des « proprietary metrics »²⁰ n'étant pas alignés sur des méthodologies externes, 66% utilisent des informations purement qualitatives, 59% utilisent des mesures alignées sur Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)²¹ et seulement 1% des répondants affirment qu'ils ne mettent aucun outil à leur disposition pour mesurer leur impact mais qu'ils prévoient d'en utiliser dans un avenir proche (GIIN, 2018). La majorité des investisseurs à impact utilisent une combinaison de ces méthodes selon leurs objectifs et stratégies à atteindre. Parmi ces investisseurs, les combinaisons les plus utilisées sont : proprietary metrics et information qualitative; mesures alignées sur IRIS et information qualitative; et mesures alignées sur IRIS et proprietary metrics (GIIN, 2018).

²⁰ Traduction : « des mesures qui sont propres à eux ».

²¹ IRIS est le catalogue des indicateurs de performance généralement acceptés et gérés par le GIIN (GIIN, 2019).

Autrement, il existe la méthode que l'on appelle **Social Return on Investment**²² (SROI) pour monétiser la valeur sociale, autrement invisible et non comptabilisée, créée par un investissement (Jackson, 2013). Cette méthodologie vise à monétiser les avantages sociaux d'un investissement (Harji et Jackson, 2012). De plus, le SROI cherche à fournir une image complète de la manière dont la valeur a été créée ou détruite en incorporant les coûts et les avantages sociaux, environnementaux et économiques dans le processus de décision (O'Donohoe et al., 2010).

Les normes **Impact Reporting and Investment Standards** (IRIS) et **Global Impact Investment Rating System** (GIIRS)²³ sont deux grands fournisseurs de mesures normalisées qui permettent aux investisseurs d'évaluer certains indicateurs communs de réalisation. Cependant, ces derniers se concentrent majoritairement sur les opérations d'une entreprise plutôt que sur ses produits (Brest et Born, 2013). D'une part, l'IRIS propose une approche standardisée visant à réduire les coûts de transaction et à améliorer la compréhension des investisseurs quant aux investissements à impact qu'ils effectuent. Cette norme cherche donc à communiquer aux investisseurs l'importance de la mesure de la performance sociale des investissements (O'Donohoe et al., 2010). D'autre part, le GIIRS, incubé par l'organisme indépendant à but non lucratif B Lab, a pour but d'évaluer l'impact social des sociétés et des fonds. La méthodologie du GIIRS repose sur les normes de l'IRIS et fournit une évaluation globale de l'entreprise (O'Donohoe et al., 2010). Brest et Born (2013) nous montrent qu'en l'absence de données et d'analyses, un investisseur à impact peut difficilement évaluer l'impact social des entreprises dans lesquelles il investit.

1.3.3. Les difficultés rencontrées

Les efforts en matière d'analyse d'impact n'ont cessé d'évoluer ces dernières années, mais il reste encore un long chemin à parcourir à ce niveau-là (Harji et Jackson, 2012). De plus, un grand nombre de projets mondiaux a gagné en visibilité et en croissance et a comme objectif commun de fournir un ensemble d'outils de mesure social pour les investisseurs. Il existe également une multitude d'initiatives décentralisées et de moindre importance en matière d'évaluation d'impact qui prolifère au niveau sectoriel et organisationnel. Néanmoins, les leaders du domaine de mesure d'impact doivent continuer à persévérer dans leur recherche afin d'intégrer et de construire des synergies entre les deux niveaux d'activité (Harji et Jackson, 2012).

En pratique, mesurer la performance sociale est particulièrement compliqué et coûteux. Pour cette raison, les investisseurs à impact ont soutenu l'élaboration de cadres normalisés et de mesures sociales (O'Donohe et al., 2010). Les normes IRIS fournissent une taxonomie pour

²² Traduction : « retour social sur investissement ».

²³ GIIRS concerne les cadres et les évaluations normalisés et construits à l'aide des paramètres IRIS (GIIN, 2019).

normaliser les rapports sur l'impact social et faciliter la création d'une référence de l'industrie (Harji et Jackson, 2012).

L'industrie de l'impact investing doit encore faire face à de nombreux défis au cours des prochaines années en matière de mesure d'impact. Tout d'abord, les investisseurs expriment des besoins différents en termes d'outils de mesure d'impact. Ensuite, une communication plus fluide est nécessaire entre les acteurs sur le terrain qui construisent et mettent en œuvre des outils de mesure et ceux qui procèdent à l'utilisation de ces outils pour calculer la performance de leurs organisations (Harji et Jackson, 2012).

1.4. Le rôle de l'impact investing dans l'entrepreneuriat social

L'impact investing joue un rôle important au sein de l'entrepreneuriat social pour diverses raisons qui seront expliquées par la suite. Tout d'abord, nous situerons le contexte de l'entrepreneuriat social aujourd'hui. Puis, nous examinerons les besoins des entrepreneurs sociaux. Ensuite, nous évoquerons les défis rencontrés par les entrepreneurs sociaux dans la société actuelle. Enfin, nous chercherons à comprendre le rôle de l'impact investing au sein de l'entrepreneuriat social.

1.4.1. Le contexte de l'entrepreneuriat social aujourd'hui

Bien que la notion d'entreprise sociale soit assez récente, elle devient de plus en plus présente en Amérique du Nord et en Europe. Ainsi, elle a commencé à faire son apparition aux Etats-Unis au début des années 90 et c'est en 1933 que l'expression de « Social Enterprise Initiative » a été créée par la Harvard Business School (Defourny, 2004). Du côté européen, c'est également dans les années 90 que cette terminologie d'entreprise sociale surgit. De plus, selon Defourny (2004), c'est en 1996 qu'un réseau européen de chercheurs s'est constitué pour analyser l'apparition des entreprises sociales actives en Europe. Ce même réseau européen, composé des 15 pays qui formaient l'union européenne à ce moment-là, a travaillé sur ce projet pendant une durée de quatre ans et a mis en œuvre une approche commune de l'entreprise sociale (Defourny, 2004).

Le terme d'entreprise sociale a été défini pour la première fois dans les années 90 par la Social Enterprise Alliance comme étant « any earned-income business or strategy undertaken by a nonprofit to generate revenue in support of its charitable mission »²⁴ (cité par Defourny, 2004, p.9). De plus, Austin et ses collaborateurs définissent l'entrepreneuriat social comme une activité innovatrice et créatrice de valeur sociale qui peut avoir lieu au sein des entreprises sans but lucratif, des entreprises commerciales et du gouvernement (Certo et Miller, 2008,

²⁴ Traduction : « toute activité économique marchande mise au service d'un but social ».

p.268). Afin de mieux comprendre ce concept, Austin et al. (2012) ont distingué deux types d'entrepreneuriats. D'une part, on retrouve l'entrepreneuriat commercial représentant ainsi l'identification, l'évaluation et l'exploitation d'opportunités qui génèrent des profits. D'autre part, il existe l'entrepreneuriat social qui renvoie à l'identification, l'évaluation et l'exploitation d'opportunités ayant une valeur sociale.

De nombreuses recherches ont été effectuées afin de comprendre l'apparition de l'entrepreneuriat social aujourd'hui. Ainsi, certains auteurs montrent que l'apparition des entreprises sociales était nécessaire pour répondre aux besoins car ni l'État ni le secteur privé n'étaient en mesure d'offrir des solutions (Defourny, 2004).

Dans son article, Defourny (2004) fait référence au « nouvel entrepreneuriat social » avec des nouvelles méthodes d'organisation et de production, des nouveaux facteurs de production, des nouveaux rapports au marché et des nouvelles formes d'entreprise. De plus, selon Defourny (2004, p.16), une série de critères économiques permet de définir les entreprises sociales :

- Une activité continue de production de biens et/ou de services
- Un degré élevé d'autonomie
- Un niveau significatif de prise de risque économique
- Un niveau minimum d'emploi rémunéré

Hormis les critères économiques permettant d'identifier les entreprises sociales, on retrouve une série de critères sociaux (Defourny, 2004, p.16) :

- Un objectif explicite de service à la communauté
- Une initiative émanant d'un groupe de citoyens
- Un pouvoir de décision non basé sur la détention de capital
- Une dynamique participative impliquant différentes parties concernées par l'activité
- Une limitation de la distribution des bénéfices

1.4.2. Les entrepreneurs sociaux

Les entrepreneurs ayant choisi une structure à but non lucratif bénéficient de certains avantages fiscaux mais ils doivent néanmoins faire face à un dilemme car ils ne sont pas propriétaires de l'organisation. En effet, c'est le conseil d'administration qui constitue l'entité juridique responsable de l'entreprise (Justis, 2013). Lorsque l'on parle d'entreprise sans but lucratif, on fait référence à des organisations dont l'objectif principal n'est pas de générer des profits, sans pour autant que ces derniers soient interdits, à condition que ce profit ne soit redistribué aux fondateurs, administrateurs, employés ou autres (Justis, 2013).

Afin de remédier à tous ces problèmes, il existe aujourd'hui un certain nombre d'organisations et de structures juridiques comme par exemple la Benefit Corporation (B-Corp). Cette dernière est une nouvelle forme d'entité commerciale qui a été créée par B Lab, une société à but non

lucratif (Justis, 2013). L'objectif de B Lab est « to use the power of business to solve social and environmental problems »²⁵; pour cela, elle procède de deux manières (Loewenstein, 2013, p.1012). Premièrement, B Lab encourage l'adoption de sa loi type qui permet la formation de Benefit Corporation. Deuxièmement, B Lab atteste qu'une société admissible est une « certified B Corporation », ce qui signifie que la société a réussi à se plier aux normes de B Lab comme entreprise socialement responsable (Loewenstein, 2013).

1.4.3. Les défis rencontrés

La crise financière de 2008 a profondément ébranlé la crédibilité de l'innovation financière dans l'esprit du public (Bugg-Levine, Kogut et Kulatilaka, 2012). Le manque de possibilités de financement est l'un des majeurs désavantages auxquels sont confrontées les entreprises sociales. Contrairement à une entreprise sociale, une entreprise classique peut parfaitement recourir à son bilan et à son business plan pour offrir différentes combinaisons de risques et de rendements à différents profils d'investisseurs : banques, fonds obligataires, investisseurs en actions ou en capital de risque etc. (Bugg-Levine, Kogut et Kulatilaka, 2012). De ce fait, de plus en plus d'investisseurs et d'entrepreneurs sociaux s'aperçoivent que les entreprises sociales sont également capables de générer des rendements financiers attrayants (Bugg-Levine, Kogut et Kulatilaka, 2012).

Une grande partie de la population perçoit les entreprises sociales comme des organisations ne générant aucun profit. C'est la raison pour laquelle ces entreprises se limitent de plus en plus dans la collecte de dons privés ou dans la demande de subsides auprès des pouvoirs publics ou fondations (Defourny, 2004). Ainsi, le désengagement croissant de l'État dans de nombreux secteurs pousse les entreprises et les organisations sociales à répondre à de multiples besoins. De plus, les changements démographiques dans de nombreux pays vont entraîner des problèmes sociaux au niveau des services dans les années suivantes (Brouard, Larivet et Sakka, 2012).

Aujourd'hui, le financement des entreprises sociales en démarrage et en croissance est un réel défi pour ces dernières (Brouard, Larivet et Sakka, 2012). Certes, il existe plusieurs outils de financement à la disposition des entreprises sociales tels que les crédits, les subventions ou les contributions charitables etc. (Brouard, Larivet et Sakka, 2012). Néanmoins, les produits financiers destinés à l'entrepreneuriat social dépendent de nombreux critères tels que la réputation, la maturité, la structure légale et la disponibilité d'un marché de capitaux à but non lucratif. De plus, les entreprises ancrées dans le domaine social sont souvent freinées par l'absence de fonds ou par la difficulté d'accéder aux investisseurs de l'économie traditionnelle (Brouard, Larivet et Sakka, 2012). Cette difficulté d'accès aux capitaux laisse les entreprises sociales dans une situation perplexe et en concurrence avec les autres entreprises

²⁵ Traduction : « d'utiliser le pouvoir des entreprises pour résoudre les problèmes sociaux et environnementaux ».

commerciales car ces dernières ont la possibilité de faire appel à des capitaux (Brouard, Larivet et Sakka, 2012).

1.4.4. L'impact investing au service des entrepreneurs sociaux

Bien que les réseaux tels que le Global Impact Investing Network (GIIN), the Aspen Network of Development Entrepreneurs (ANDE) and the European Venture Philanthropy Association (EVPA) existent et donnent l'opportunité aux investisseurs sociaux d'échanger leur savoir et leur expertise, peu d'entrepreneurs sociaux partagent leurs connaissances entre eux (Achleitner et al. 2011). Pour parvenir à une meilleure communication au sein du réseau de l'entrepreneuriat social, Achleitner et al. (2011) ont réalisé la création d'un manuel afin de mieux introduire l'investissement social auprès des entrepreneurs sociaux.

Selon Achleitner et al. (2011), l'investissement social constitue une forme de financement complémentaire importante en plus des subventions accordées par le gouvernement. Ces investisseurs sociaux investissent généralement dans des entreprises qui ont un impact positif sur la société et qui génèrent à la fois un rendement mais qui ne sont pas encore considérées auprès de la population comme commercialement attrayantes (Achleitner et al., 2011).

Il est certain que les structures ainsi que les possibilités de financement évoluent rapidement. Les entrepreneurs se retrouvent donc face à un large éventail de possibilités de structure de financement qui répond à leurs besoins (Justis, 2013). Selon l'auteur Justis (2013), la période actuelle est enrichissante pour s'inscrire dans l'entrepreneuriat social car les notions d'impact, de rentabilité, de source de financement et d'intérêt public forment ensemble une coalition et s'alignent dans la transparence. De plus, selon Justis (2013), les sources de financement ne constituent pas une limite pour les entrepreneurs sociaux car elles sont devenues plus flexibles et mieux adaptées pour eux (Justis, 2013).

1.5. Confusion et incompréhension de la terminologie

L'investissement à impact est un concept très récent répandu dans le monde entier, et fait apparaître des intermédiaires, des acteurs financiers et des gouvernements spécialisés dans ce secteur. Malgré la diffusion de ce concept auprès de nombreux acteurs, la compréhension et la clarté autour de la terminologie de l'impact investing demeure un problème (Höchstädter et Scheck, 2014). En effet, l'absence d'une définition exacte et uniforme, l'utilisation d'autres termes similaires et alternatifs ainsi que le manque de précision des limites de certains concepts tels que l'ISR font l'objet de nombreux débats aujourd'hui (Höchstädter et Scheck, 2014). Jusqu'à présent, très peu de travaux universitaires sur l'impact investing ont été réalisés. Le *Journal of Sustainable Finance and Investment* propose six articles universitaires qui traitent des questions clés du développement de l'impact investing, passant d'une activité

de marché de niche à une activité adoptée par de grands investisseurs institutionnels (Hebb, 2013).

L'article écrit par Höchstädter et Scheck (2014) cherche à donner une définition claire et précise de ce que représente l'impact investing et vise à clarifier les synonymes existants tels que l'investissement social ou d'autres concepts similaires. Ainsi, l'une des analyses effectuée se concentre principalement sur le concept d'investissement social tandis que l'autre cible et définit l'ISR. Sur base de ces deux analyses, les deux auteurs observent comment l'investissement social et l'ISR sont décrits par rapport à l'impact investing afin de mieux comprendre et différentier leur terminologie. Suite à l'analyse de quelques articles, Höchstädter et Scheck (2014), observent que l'hétérogénéité stratégique et définitionnelle de l'impact investing est moins prononcée que prévu. Ainsi, cela a permis une meilleure communication de l'investissement à impact et permet également de soulever des questions cruciales sur l'existence de ce concept. De cette manière, l'impact investing se développe et accroît sa crédibilité auprès de la société.

Chapitre 2 : L'écosystème de l'impact investing

Ce deuxième chapitre est divisé en trois sections. Tout d'abord, la première section décrit les délimitations du secteur de l'impact investing afin de limiter les confusions sur la définition du concept en question. Ainsi, nous pourrons parvenir à le distinguer de la philanthropie et de l'ISR pour mieux comprendre sa position. Ensuite, la deuxième section permet d'avoir une vue d'ensemble sur les différentes parties prenantes intervenant dans le secteur de l'impact investing. En effet, il est fondamental de bien comprendre le rôle et l'activité de chacune afin de mieux visualiser les interactions possibles entre elles. Enfin, la dernière section conclut ce deuxième chapitre en expliquant les rendements possibles que peuvent réaliser les investisseurs en investissant dans le secteur tout en ayant un impact social et/ou environnemental positif sur la société.

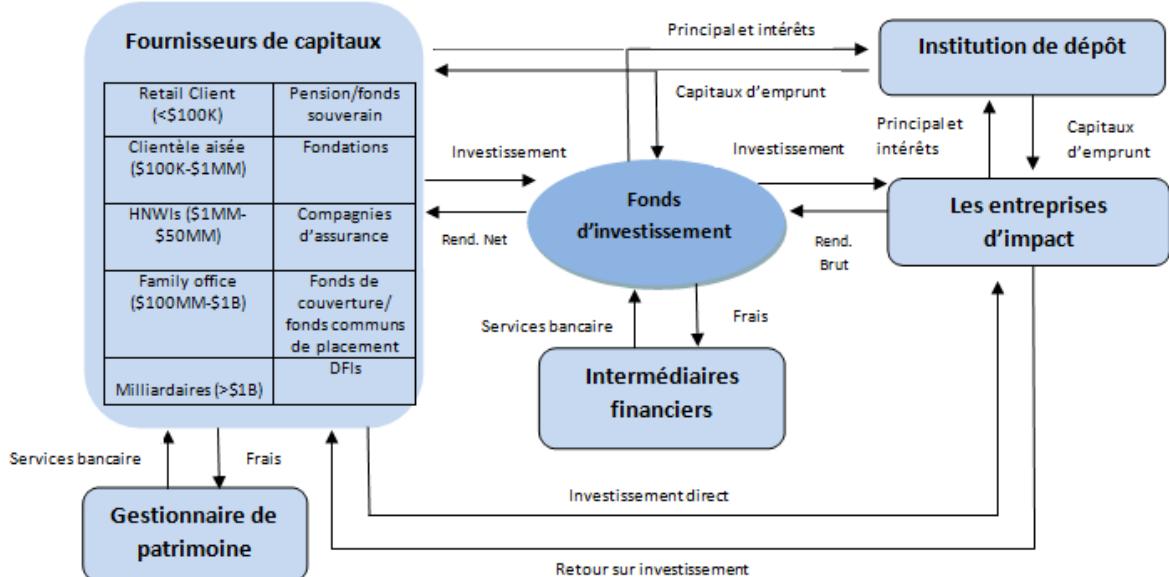
2.1. Les parties prenantes de l'impact investing

Les parties prenantes qui composent l'écosystème de l'impact investing peuvent être divisées en quatre grandes branches : asset owners, asset managers, demand-side actors et service providers (Jackson, 2013). Les **asset owners** sont les acteurs détenant le capital, les **asset managers** constituent les gérants qui déploient le capital, les **demand-side actors** représentent les individus qui reçoivent et investissent le capital et les **service providers** sont ceux qui participent et aident au bon fonctionnement du marché (Jackson, 2013).

Dans chacune de ces catégories se trouve une grande diversité d'acteurs. Les investisseurs ont pour mission de concevoir des opérations d'emprunt privé, telles que le fait d'accorder des prêts, des garanties et d'autres instruments ainsi que des opérations de fonds propres à des entreprises et projets qui visent à faciliter l'accès de certains services aux plus démunis (soins médicaux, éducation, logement etc.) (Jackson, 2013).

Dans la figure ci-dessous, on observe les différentes interactions entre ces diverses parties prenantes. Les rôles et les objectifs de chaque acteur seront expliqués plus en détail à la suite du schéma.

Figure 6 : Les acteurs de l'industrie de l'impact investing



Source : reproduit et adapté de World Economic Forum. (2013). *From the Margins, to the Mainstreams*. Genève : World Economic Forum.

Fournisseurs de capitaux

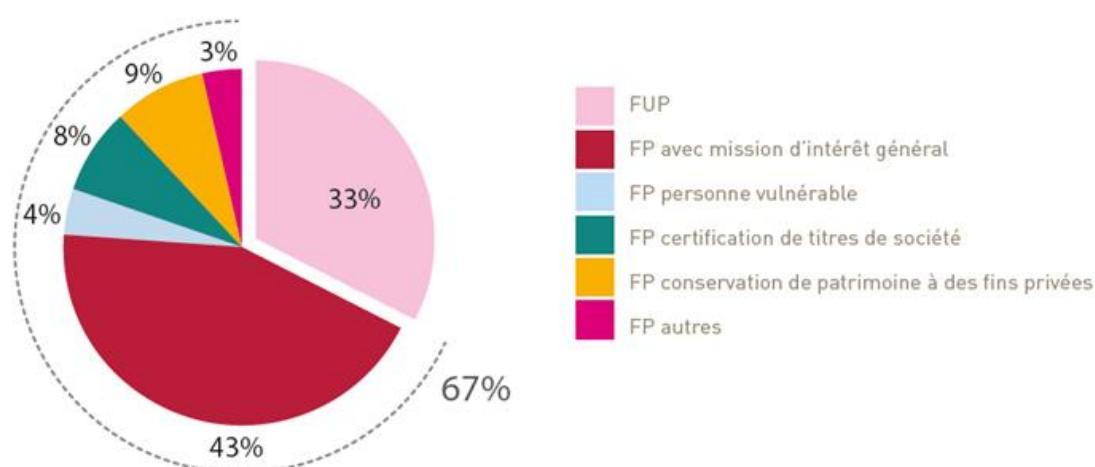
Selon le World Economic Forum (2013), les fournisseurs de capitaux les plus actifs dans le secteur de l'impact investing sont les **High-Net-Worth Individuals (HNWIs)** et les **Family Offices (FO)**. Ces deux derniers sont pourvus d'une importante flexibilité et discrétion pour ce qui est de leurs décisions d'investir (World Economic Forum, 2013). De plus, ils ont normalement plus d'autonomie que les autres bailleurs de fonds. En effet, un comité d'investissement officiel n'a pas lieu d'être lorsqu'un ou deux membres de la famille peuvent prendre la décision d'investissement (World Economic Forum, 2013). Par exemple, the Investor's Circle, un réseau d'investisseurs existant depuis 1992, a facilité les mouvements de capitaux de plus de 130 millions de dollars dans plus de 200 entreprises et petits fonds traitant les problèmes sociaux et environnementaux (Bugg-Levine et Golstein, 2009).

Un autre acteur important dans cette section est le **Development Finance Institutions (DFI)**. Ce dernier a dans un premier temps été capitalisé par les gouvernements afin de compléter l'aide des donateurs (O'Donohoe et al., 2010). Parmi eux, on peut citer la Société Financière Internationale (SFI), les banques régionales telles que la Banque Européenne pour la reconstruction et le développement (BERD) et des organisations d'investissement telles que le US Overseas Private Investment Corporation (OPIC) (O'Donohoe et al., 2010). Ces acteurs ont tendance à fournir principalement un financement de démarrage pour les nouveaux fonds ou investissements. De plus, de nombreux fonds d'investissement à impact éprouvent des difficultés à lever des capitaux auprès des DFI lorsque leur investissement n'est plus considéré

comme un catalyseur pour une zone géographique ou pour un secteur d'activité (World Economic Forum, 2013).

Les fondations jouent aussi un rôle important dans l'écosystème de l'impact investing car celles-ci se concentrent sur les principaux défis du secteur social. Au Canada, le Social Finance Taskforce recommande aux fondations de consacrer au moins 10% de leurs investissements dans l'impact investing à la fois sous forme de Program Related Investments (PRI)²⁶ et Mission Related Investments (MRI)²⁷ (Mendell et Barbosa, 2013). De plus, pour inciter les fondations à investir davantage dans des investissements à impact, les Etats-Unis ont autorisé celles-ci à placer des sommes beaucoup plus importantes dans l'impact investing (Mendell et Barbosa, 2013). Selon le GIIN (2018), sur une étude menée auprès de 229 organisations, 13% étaient des fondations. Prenons également pour exemple la Fondation Roi Baudouin en Belgique, celle-ci a pour objectif d'agir à différents niveaux : fédéral, européen et international (Fondation Roi Baudouin, 2017). Cette fondation soutient un grand nombre d'individus et d'organisations qui ont besoin d'un soutien financier pour mener à bien des projets dans différents domaines : la santé, la démocratie, la philanthropie, la pauvreté, le patrimoine etc. (Fondation Roi Baudouin, 2017). En 2017, la Fondation Roi Baudouin est parvenue à réaliser 145 projets et à soutenir 273 individus (Fondation Roi Baudouin, 2017). Afin d'avoir un meilleur aperçu sur la répartition des fondations belges en 2015, nous pouvons observer ci-dessous la figure 7 qui illustre cette répartition.

Figure 7 : Répartition des fondations belges par type en 2015



Source : Mernier, A. et Xhaufflair, V. (2017). Les Fondations en Belgique. Récupéré le 5 mars 2019 de <http://labos.ulg.ac.be/philanthropie/wp-content/uploads/sites/3/2017/02/Fondations-en-Belgique.pdf>

²⁶Les PRI sont des investissements qui sont mis en place dans des organismes admissibles afin de favoriser la réalisation des objectifs de la fondation (Mendell et Barbosa, 2013).

²⁷ Les MRI sont des investissements financiers réalisés dans des entreprises à but lucratif ou non lucratif dans le but d'atteindre les objectifs bien définis de sa mission et d'obtenir normalement un rendement financier au taux du marché (Mendell et Barbosa, 2013).

Ainsi, à la fin de l'année 2015 en Belgique, il y avait 1751 fondations : 573 fondations d'utilité publique (FUP) et 1178 fondations privées (FP). Parmi ces 1178 FP, 761 avaient une mission d'intérêt général (Mernier et Xhaufflair, 2017).

Les pensions et les compagnies d'assurance ont cependant un rôle moins important dans le secteur de l'impact investing et plus particulièrement lorsqu'il s'agit d'investissement ayant un rendement financier inférieur à celui du marché (World Economic Forum, 2013). Ainsi, pour ces acteurs il est nécessaire de trouver un équilibre entre le profit et l'objectif car les investisseurs dont le passif est limité ne pourront pas investir compte tenu de leurs restrictions (World Economic Forum, 2013).

Ensuite, **les fonds souverains** se concentrent principalement sur le développement local et national en investissant dans des perspectives de croissance à long terme (World Economic Forum, 2013). Néanmoins, de nombreux fonds souverains mettent en place des objectifs sociaux et/ou environnementaux mais allouent rarement leur capital dans des fonds d'investissement à impact compte tenu des contraintes à respecter (World Economic Forum, 2013).

Gestionnaire de patrimoine

Les gestionnaires de patrimoine ou les conseillers fournissent des services de conseil et de structuration auprès des propriétaires d'actifs et aident ces derniers à mettre en place des stratégies et des programmes d'impact investing ou à construire un portefeuille d'investissement à impact (World Economic Forum, 2013). Certains gestionnaires et conseillers aideront à faciliter les transactions et permettront de créer de l'innovation financière dans le secteur de l'impact investing (World Economic Forum, 2013).

Fonds d'investissement

Les investisseurs traditionnels souhaitant investir dans des entreprises à impact font souvent recours à **des fonds d'investissement à impact**. Ces fonds parviennent à se différencier sur base de plusieurs critères : la zone géographique, les secteurs, les perspectives de rendement, les outils de financement etc. (World Economic Forum, 2013). Par exemple, SI2 fund, un fonds européen d'investissement à impact actif en Belgique, se concentre particulièrement sur les entreprises ayant un business model intégré et dont la mission du projet est conforme aux ODD des Nations Unies (SI2 fund, s.d.). SI2 fund se focalise sur plusieurs secteurs d'activité en même temps pour autant qu'il y ait un impact positif sur la société (SI2 fund, s.d.).

Contrairement à SI2 fund, Scale up, un fonds d'investissement à impact en Belgique, investit principalement dans la mobilité, l'habitat durable, l'énergie verte, la production bio et l'alimentation durable (Scale up, s.d.). De plus, Scale up prend uniquement des participations minoritaires dans les entreprises non cotées belges et cela met en évidence d'une part la limite d'outils de financement qu'il met à disposition des porteurs de projets et d'autre part la zone

géographique très délimitée (Scale up, s.d.). En revanche, d'autres fonds d'investissement sont affiliés à de grandes banques ou institutions tels que le fonds Prudential Social Investments axé sur le logement, l'éducation et le développement communautaire et le fonds UBS centré sur les petites entreprises des pays en développement (World Economic Forum, 2013).

Dans une étude menée par le GIIN en 2017, parmi les 229 organisations interrogées, 59% étaient des gestionnaires de fonds. Sur un plan géographique, la majorité des acteurs investissent aux Etats-Unis et au Canada, en Amérique Latine et dans les Caraïbes et en Afrique subsaharienne (GIIN, 2018). En ce qui concerne les secteurs d'investissement, une grande partie des investisseurs institutionnels investit dans des sociétés ayant un impact sur l'énergie, la microfinance, le logement et les services financiers (GIIN, 2018). Enfin, en ce qui concerne le stade de développement des entreprises, la plus grande part est attribuée aux sociétés matures présentant un taux de 39%, suivies par les sociétés en phase de croissance avec un taux de 35% (GIIN, 2018).

Intermédiaires financiers

Les **intermédiaires financiers** jouent un rôle central dans la création de produits, de structure et de mécanisme d'investissement qui répondent aux besoins des investisseurs traditionnels. Ainsi, ces derniers contribuent à créer de la liquidité dans le marché, à réduire les risques liés aux investissements, à diminuer les coûts de transaction et à faciliter les mécanismes de paiement (World Economic Forum, 2013). De plus, plusieurs chercheurs et praticiens ont reconnu l'importance des intermédiaires financiers pour atténuer les risques, réduire les asymétries d'information ainsi qu'établir un lien entre l'offre et la demande de capital d'investissement (Mendell et Barbosa, 2013). Aujourd'hui, les nouvelles plateformes transactionnelles permettent aussi de régler les problèmes de liquidité d'une façon différente. Néanmoins, bien que celles-ci permettent aux investisseurs de canaliser des capitaux vers des entreprises sociales, il existe de nombreuses limites sur le marché (Mendell et Barbosa, 2013).

Lorsque l'on parle d'intermédiaires financiers dans la finance traditionnelle, on fait référence à des banques d'investissement, des conseillers, des courtiers et des bourses. Cependant, peu de banques structurent les opérations d'investissement à impact dans leurs opérations bancaires commerciales pour diverses raisons spécifiques (World Economic Forum, 2013). Un réel défi aujourd'hui est le manque d'intermédiation efficace avec des coûts de recherche et de transaction élevés causés par la fragmentation de l'offre et de la demande ainsi qu'une incompréhension du risque (Monitor institute, 2009). Selon Bugg-Levine et Goldstein (2009), l'intermédiation au sein de l'impact investing est sous-évaluée et inefficace. Les investisseurs doivent faire face à des coûts de transaction élevés pour manipuler leur capital, vérifier la due diligence et clôturer un investissement (Bugg-Levine et Goldstein, 2009). Ainsi, les fonds d'investissement, les banquiers et les plateformes de marché n'ont pas encore atteint la visibilité nécessaire pour fournir des conduits viables pour des milliards de dollars de capital d'investissement (Bugg-Levine et Goldstein, 2009).

Les institutions de dépôt

Les institutions de dépôt fournissent de la dette aux entreprises réalisant des impacts positifs sur la société. Ces institutions vont dans un premier temps recevoir les dépôts des individus et administrer les prêts (World Economic Forum, 2013). Ce qui différentie les institutions de dépôts traditionnelles des institutions de dépôt spécialisées dans les investissements à impact, c'est que d'une part, les institutions de dépôt dans le secteur de l'impact investing donnent de l'argent aux entreprises réalisant un impact et que d'autre part, la taille des prêts est inférieure à celle des prêts traditionnels (World Economic Forum, 2013). Divers bailleurs de fonds européens sont des pionniers dans le secteur de l'impact investing. Prenons par exemple le cas de Triodos, qui gère plus de huit milliards d'euros et dont le siège social se situe aux Pays-Bas. Cette société cherche avant tout à « to enable individuals, institutions and businesses to use money more consciously in ways that benefit people and the environment, and promote sustainable development »²⁸ (Triodos, 2018, p.8). Néanmoins, ces institutions de dépôt intervenant dans le secteur de l'investissement à impact ne représentent qu'une petite part contrairement aux grandes banques commerciales multinationales (World Economic Forum, 2013).

Les entreprises d'impact

Les entreprises d'impact couvrent de nombreux secteurs d'activité et zones géographiques (World Economic Forum, 2013). En effet, ces entreprises sont de nature diverse. Elles peuvent employer un modèle d'entreprise à but lucratif ou sans but lucratif. Elles peuvent également suivre le modèle d'une entreprise traditionnelle ou d'une entreprise sociale (World Economic Forum, 2013). Bien que toutes ces entreprises se différencient par de nombreux facteurs, elles ont toutes comme objectif commun de réaliser un réel impact positif environnemental et sociétal sur la société et de mesurer celui-ci afin d'observer ce qui a été atteint par rapport à l'objectif initial (World Economic Forum, 2013). Cependant, de nombreuses entreprises sociales éprouvent des difficultés liées à la quantification et à la mesure de cette valeur sociale et environnementale, bien qu'il existe, aujourd'hui, un grand nombre d'outils permettant de relever ce défi (Jackson, 2013).

Ainsi, comme évoqué préalablement (cf. supra p.12), l'impact investing concerne à la fois des organisations ne générant pas de profit et des organisations générant un profit. Parmi ces organisations, on retrouve les entreprises sociales, les entreprises avec un impact social et les entreprises conventionnelles (Xhaufclair, 2019). Selon Xhaufclair (2019), les entreprises sociales sont également caractérisées par des modes de gouvernance et des pratiques de management spécifiques qui ont également des impacts. Les objectifs que se fixe un entrepreneur social sont bien distincts de ceux d'un entrepreneur générique (Boutilier, 2008). En effet, un

28 Traduction : « permettre aux particuliers, aux institutions et aux entreprises d'utiliser l'argent de manière plus consciente, dans l'intérêt des personnes et de l'environnement, et à promouvoir le développement durable ».

entrepreneur générique dirige une activité économique dont la finalité principale est le profit, contrairement aux entrepreneurs sociaux, qui placent l'objectif du profit en deuxième plan au regard des objectifs de bien-être social (Boutillier, 2008).

Le nombre d'entreprises sociales en Belgique a augmenté de 2,2% de 2008 à 2014 et cette augmentation est davantage visible au sein de la région Bruxelles-capitale avec une hausse de 6,1% (Académie des entrepreneurs sociaux, 2016). Les secteurs d'activité dans lesquels les entreprises sociales opèrent particulièrement en 2014 sont la santé (29,1%), le logement social (23,3%) et les activités médico-sociales et sociales avec hébergement (15,9%) (Académie des entrepreneurs sociaux, 2016).

Lorsque les acteurs du financement investissent dans des projets ou dans des entreprises innovantes, ils regardent en premier lieu ce qui les caractérise à l'égard du secteur d'activité, du stade de développement et de la localisation (GIIN, 2018). En ce qui concerne le secteur d'activité, le GIIN a pu en identifier 14 : services financiers, énergie, microfinance, logement, alimentation et agriculture, infrastructure, santé, eau, assainissement et hygiène, éducation, production, conservation, technologies, arts et culture (GIIN, 2018). Selon le GIIN (2018, p.51), il existe quatre stades de développement propres à la croissance d'une activité :

- ✓ Seed/start-up : l'idée et le concept d'entreprise existe mais rien n'a encore été établi au niveau opérationnel
- ✓ Venture : les activités ont commencé et la société génère ou non des revenus mais n'a pas un bénéfice avant intérêts, impôts et amortissements (BAIIA) positif
- ✓ Growth : l'entreprise a un BAIIA positif et est en pleine croissance
- ✓ Mature : l'entreprise s'est stabilisée et fonctionne de façon rentable

Parallèlement, Muhos (2011) montre qu'il existe cinq phases importantes dans la croissance d'une entreprise : l'établissement préalable, la conception et le développement de l'idée, la commercialisation du produit ou service, l'expansion et la stabilité. Concernant la localisation, certains acteurs du financement investissent dans plusieurs pays tandis que d'autres dans des pays et régions plus spécifiques. Par exemple, Scale up (cf. supra p.30) investit uniquement dans des projets innovants localisés en Belgique (Scale up, s.d.).

2.2. Les risques et les rendements au sein de l'impact investing

Nous évoquerons tout d'abord les différentes caractéristiques des risques auxquels font face les investisseurs à impact. Ensuite, nous examinerons les rendements existant au sein de l'industrie de l'impact investing.

2.2.1. Les risques

Les risques liés aux investissements à impact sont semblables à ceux liés au capital-risque ou aux placements dans des titres d'emprunts à rendement élevé. Ces risques peuvent être d'autant plus importants dans les pays émergeants où l'infrastructure réglementaire ainsi que l'État de droit sont moins bien définis (O'Donohoe et al., 2010). La propension au risque peut facilement varier d'un investisseur à un autre car les attentes en matière de rendement financier et d'impact social sont nombreuses (O'Donohoe et al., 2010). La majorité des investissements à impact réalisés s'opèrent sur des marchés privés à travers des outils de financement divers. De nombreuses entreprises sont confrontées à des risques importants liés à la politique et à la réglementation du pays. Pour cela, les investisseurs doivent gérer ces types de placement en mettant en place une tolérance pour le risque proportionnelle à la cause (O'Donohoe et al., 2010). De plus, la Charity Bank située au Royaume-Uni parvient à obtenir des rendements de 6% grâce à des prêts qu'elle accorde à des œuvres caritatives et à des entreprises sociales et elle génère seulement 0,3% de perte (O'Donohoe et al., 2010). Il est évident que le risque lié aux investissements à impact dépend des caractéristiques qui entourent l'investissement c'est-à-dire le stade de développement, le secteur d'activité et la zone géographique (O'Donohoe et al., 2010).

Ainsi, afin de mieux déterminer les risques perçus dans le domaine de l'impact investing, le GIIN nous donne quelques chiffres. Une grande majorité des investisseurs estime que le plus grand risque qu'ils doivent encourir est le « risque d'exécution et de gestion du modèle d'entreprise » (GIIN, 2018). De plus, environ 20% des investisseurs identifient les « risques liés au pays et aux devises » ainsi que « les risques de liquidité et de stratégie de sortie » comme étant importants et graves (GIIN, 2018). Néanmoins, ces risques sont perçus de manière différente en fonction du profil de l'investisseur. En effet, les investisseurs *private equity* considèrent que « les risques de liquidité et de stratégie de sortie » ainsi que « la gestion du risque et l'exécution du business model » sont des risques bien plus graves que ceux établis par les investisseurs *private debt* (GIIN, 2018).

2.2.2. Les rendements

Les investissements à impact sont très diversifiés compte tenu de la variété des secteurs, des zones géographiques et des instruments financiers. Face à cette diversité, les investisseurs ont différentes attentes en matière de performance financière de leurs actifs. De plus, certains investisseurs estiment qu'il est normal, lorsqu'ils réalisent un impact positif sur la société, de s'attendre à un rendement financier inférieur à celui qu'ils auraient pu détenir avec des investissements traditionnels (O'Donohoe et al., 2010). Néanmoins, d'autres investisseurs considèrent que les investissements à impact devraient surperformer les investissements traditionnels et qu'il ne devrait pas être nécessaire pour un investisseur de sacrifier sa performance financière lorsque celui-ci réalise un impact social positif (O'Donohoe et al., 2010). Selon le World Economic Forum (2013), les investissements à impact ne génèrent pas

toujours des rendements inférieurs au marché. En effet, pour certains investissements à impact il est trop tôt pour déterminer le rendement perçu. Le World Economic Forum a sorti une étude en 2013 montrant que 35% des fonds d'investissement à impact visent des taux de rentabilité interne (TRI) supérieurs à 20%. Ainsi, comme dans tout type de placement, les taux de rendement varient selon le secteur, la localisation, le profil de l'investisseur et l'instrument financier (Forum économique mondial, 2013). De plus, selon une enquête réalisée en 2018 qui se base sur un échantillon de 159 fonds à impact existant entre la période 1995 à 2014, le TRI des fonds à impact est 4,7 points de pourcentage de moins que celui des fonds traditionnels compte tenu de plusieurs facteurs (Barber et al., 2018).

Sur base d'une étude réalisée par le GIIN (2018), 64% des répondants interrogés ciblent majoritairement des rendements ajustés en fonction du risque et des taux du marché, 20% ciblent des rendements en dessous du taux de marché et plus proches des taux de marché et 16% ciblent des rendements en dessous du taux de marché et plus proches de la préservation du capital (GIIN, 2018). De plus, la proportion d'investisseurs ciblant les rendements du marché était supérieure chez les investisseurs en *private equity* avec un taux de 80% contre 54% chez les investisseurs en *private debt* (GIIN, 2018).

Les rendements varient selon différents critères tels que la stratégie d'investissement et d'impact mise en œuvre par l'investisseur ainsi que la structure organisationnelle de celui-ci. La majorité des gestionnaires de fonds à but lucratif (81%) ciblent des taux de rendement du marché tandis que la majorité des gestionnaires de fonds à but non lucratif (70%) visent des rendements inférieurs à ceux du marché. Cela va de même pour les fondations qui désirent majoritairement avoir un rendement inférieur aux taux du marché (GIIN, 2018).

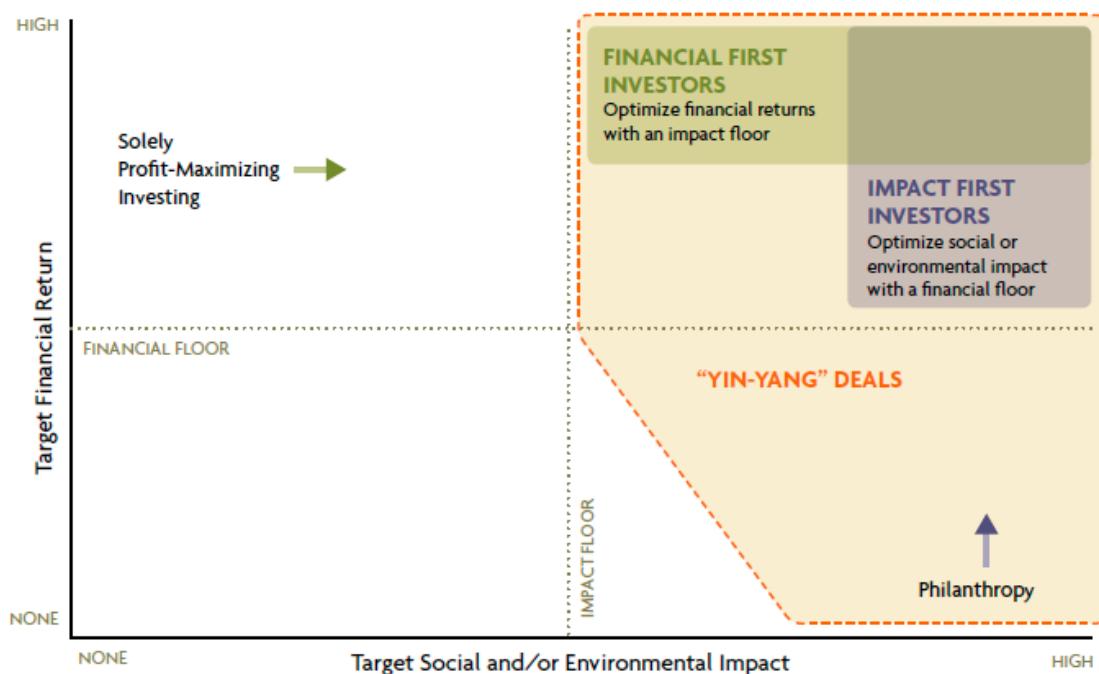
Pour conclure, il persiste des désaccords entre les différents investisseurs à impact liés au pourcentage de rendement financier qui peut être sacrifié et à la fois considéré comme un investissement à impact. Peu d'entre eux s'interrogent sur le fait que la recherche d'un retour sur investissement financier et social est la caractéristique qui définit l'investissement à impact. Ainsi, les profils d'investisseurs qui sont uniquement à la recherche d'un rendement financier ou uniquement d'un impact social ne peuvent pas être considérés comme des investisseurs à impact (Roundy et al. 2017).

2.3. Les motivations des investisseurs à impact

Le Monitor Institute (2009) parvient à distinguer deux types de profils d'investisseurs à impact : les investisseurs « impact first » et les investisseurs « financial first ». Les *impact first* sont des investisseurs ayant comme premier objectif et motivation de réaliser un impact social et environnemental (Monitor Institute, 2009). Le rendement financier vient en deuxième lieu (Rodin et Brandenburg, 2014). Ces investisseurs sont prêts à renoncer à un certain rendement financier pour atteindre un meilleur bien-être social dans la société (Rodin et Brandenburg, 2014). Les *financial first* sont des investisseurs ayant comme objectif principal de percevoir un rendement financier et visent un impact social et environnemental en deuxième objectif

(Rodin et Brandenburg, 2014). Ce sont généralement des institutions telles que des gestionnaires de caisse de retraite forcés d'obtenir des rendements au taux du marché. Ils opèrent majoritairement dans des secteurs tels que la microfinance et le logement social et ils ne peuvent rentrer sur un marché que si les investisseurs *impact first* ont lancé le marché et prouvé leur viabilité (Rangan et al., 2011). Nous avons d'une part, les investisseurs *impact first* qui ont tendance à accepter un rendement inférieur et à encourir plus de risques et d'autre part, les investisseurs *financial first* qui répondent parfaitement aux exigences de rendement financier. En combinant les deux profils d'investisseurs, les investisseurs *impact first* seraient dans la capacité d'accroître le montant total des fonds disponible pour une entreprise recherchant du financement (Rangan et al., 2011). La figure ci-dessous permet de distinguer les deux profils d'investisseurs. L'axe horizontal représente l'intensité de l'impact social et environnemental et l'axe vertical démontre l'intensité du rendement financier.

Figure 8 : Les segments des investisseurs à impact



Source : Monitor institute. (2009). *Investing for social and environmental impact*. Récupéré le 4 février de <https://www.issuelab.org/resources/5744/5744.pdf>

Selon le Monitor Institute (2009), si l'on combine les opérations des investisseurs *impact first* et celles réalisées par les investisseurs *financial first*, on obtient ce que l'on appelle le « yin-yang ». Cette terminologie trouve son origine dans la philosophie chinoise qui décrit le « yin-yang » comme étant composé de deux éléments à la fois différents et complémentaires lorsque ces deux sont assemblés (Monitor Institute, 2009). Aujourd'hui, il est complexe d'organiser ce type de coalition de manière efficace car cela exigerait une collaboration entre les fondations privées et les banques d'investissement et celles-ci seraient contraintes de surmonter la méfiance qui règne entre les deux (Monitor Institute, 2009). Dans un avenir

proche, selon le Monitor Institute, l'approche ying-yang pourrait parvenir à se développer pour combiner la philanthropie et le capital à travers des structures d'investissement élaborées. Celle-ci permettrait de créer un meilleur levier de rendement social et financier (Monitor Institute, 2009).

Les trois segments (Impact First, Financial First et ying-yang) font face à des limites et des risques importants mais cela ne les empêchera pas de grandir et d'évoluer dans les prochaines années. En effet, suite à la crise financière de 2007, les investisseurs *financial first* ont continué de réaliser ce type d'investissement et ont saisi les opportunités existantes du marché (Monitor Institute, 2009). Avec l'évolution du marché et des nouveaux systèmes, les différentes combinaisons possibles entre les trois segments permettront de réaliser l'impact investing (Monitor Institute, 2009).

Le rendement et l'impact social et/ou environnemental constituent jusqu'à présent deux motivations recherchées par les investisseurs à impact. Néanmoins, il existe aujourd'hui d'autres motivations qui poussent les investisseurs vers l'impact investing. Ainsi, le GIIN a réalisé un questionnaire auprès d'investisseurs pour connaître les raisons et les motivations qui les poussent à faire des investissements à impact. Les trois plus grandes motivations évoquées lors des entretiens sont les suivantes : 91% des investisseurs trouvent essentiel la recherche intentionnelle de l'impact par le biais de leurs investissements. Pour 89% des investisseurs, l'impact fait partie de leur engagement en tant qu'investisseur responsable et 73% des investisseurs considèrent l'investissement à impact un moyen efficace pour atteindre les objectifs d'impact (GIIN, 2018).

Il existe également des motivations plus financières pour lesquelles les investisseurs investissent dans le secteur. En effet, 46% des investisseurs sont motivés à faire des investissements à impact en répondant à la demande des clients et 31% ont répondu que la réalisation d'investissements à impact est financièrement attrayante par rapport à d'autres opportunités d'investissement (GIIN, 2018).

Le Global Impact Investing Network n'est pas le seul acteur à identifier les différentes motivations et intérêts qui poussent les investisseurs à impact à investir dans le monde de demain. Dès lors, Godeke et al. (2009) parviennent à citer une série d'intérêts supplémentaires telle que l'obtention d'un meilleur rendement financier tout en ayant un impact social et/ou environnemental positif, l'expression des valeurs, le patrimoine, la mise en place d'un héritage futur, les affiliations, la participation des jeunes générations, la sensibilisation environnementale, le changement social, la réalisation d'une différence, l'utilisation de ses talents et compétences dans un but différent, le soutien des personnes et des institutions importantes etc.

Chapitre 3 : Les défis de l'impact investing

Le troisième chapitre de cette première partie est scindé en trois points. Premièrement, le chapitre commence avec les problèmes liés à la liquidité existant au sein de l'industrie de l'impact investing. Il est important de percevoir les défis auxquels font face les investisseurs et de comprendre d'où provient le problème afin de pouvoir y remédier. Deuxièmement, le chapitre décrit les obstacles juridiques et réglementaires relatifs aux produits d'investissement à impact sur le marché. Troisièmement et dernièrement, le chapitre aborde les difficultés rencontrées par les acteurs de l'impact investing lors de la mesure de l'impact. Ainsi, cette partie permettra d'entrevoir les complications liées aux outils d'évaluation de mesure.

3.1. Problèmes liés à la liquidité

Aujourd'hui, les investisseurs éprouvent des difficultés liées à la recherche de bonnes affaires combinant à la fois leurs critères d'investissement et leur orientation philanthropique. Ainsi, une fois qu'ils effectuent un investissement, ils parviennent difficilement à trouver une stratégie de sortie qui soit attrayante pour eux. Pourtant, c'est un élément important car une bonne stratégie de sortie est la clé de réussite pour tout investissement à impact (Rockefeller philanthropy advisors, s.d.).

L'un des plus gros défis actuels de l'impact investing est la fragmentation du marché et le besoin de liquidité (Mendell et Barbosa, 2013). Pour que les investisseurs à impact puissent capitaliser de nouvelles entreprises ou de nouveaux projets, le besoin de liquidité nécessite un marché secondaire ou de nouveaux produits financiers capables de fournir des stratégies de sortie aux investisseurs (Mendell et Barbosa, 2013). De plus, ce besoin de liquidité a conduit à l'exploration des plateformes d'échange existantes comme moyen de compréhension de construction des marchés secondaires (Mendell et Barbosa, 2013).

3.2. Limitations réglementaires

La présence d'obstacles réglementaires et l'absence de politiques publiques au sein de l'impact investing sont souvent citées comme des entraves majeures au développement du marché (Phillips et Johnson, 2019). Selon Phillips et Johnson (2019), les réformes réglementaires qui ont été proposées sont les suivantes : la réduction des restrictions imposées aux activités des associations caritatives, la clarification des obligations fiduciaires des conseils d'administration, la facilitation des investissements par les fondations, la mise en œuvre de mécanismes pour régler des litiges lorsque l'impact investing s'affaiblit et l'exigence d'une plus grande transparence dans la communication des résultats et des risques. Néanmoins, les

entrepreneurs sociaux mettent en doute l'efficacité de la politique publique par rapport à l'affermissement de l'impact investing (Phillips et Johnson, 2019).

Il existe également des obstacles juridiques et réglementaires relatifs à l'élaboration de produits d'investissement à impact et particulièrement liés à la qualification des produits comme des placements admissibles (Rockefeller philanthropy advisors, s.d.). En effet, sachant que les investissements à impact sont majoritairement émis par des émetteurs non traditionnels et que les règlements sur les valeurs mobilières sont principalement élaborés pour les émetteurs de grande taille, l'impact investing éprouve des difficultés pour réglementer le marché (Rockefeller philanthropy advisors, s.d.). D'autre part, de nombreux émetteurs d'investissement à impact ont tendance à être de petite taille et n'ont pas le temps ni les moyens financiers nécessaires pour offrir des produits d'investissement réglementés. Bien qu'il y ait d'autres critères à prendre en compte, les contraintes existantes sont similaires à celles exigées dans le développement des produits traditionnels. De plus, le risque attribué aux projets de l'impact investing constitue une autre contrainte du marché. La plupart de ces investissements ne sont pas cotés en bourse et ont, à ce titre, des exigences de divulgation différentes (Rockefeller philanthropy advisors, s.d.).

3.3. Manque d'outils d'évaluation

Bien qu'il y ait eu de grand progrès dans l'élaboration des normes pour mesurer la performance des investissements à impact, il s'est avéré compliqué de mettre en œuvre et de coordonner une norme globale en matière de mesure d'impact (Rockefeller philanthropy advisors, s.d.). Autrefois, les investissements traditionnels et les investissements sociaux étaient tout à fait distincts l'un de l'autre car ils n'avaient pas les mêmes approches ni les mêmes sources de capital. Pour cette raison, il peut être très complexe de rassembler ces deux éléments et d'éliminer les barrières existantes afin de les intégrer ensemble (Rockefeller philanthropy advisors, s.d.). De plus, selon Vo, Christie et Rohanna (2016), les activités d'évaluation visant à mesurer l'impact des investissements sociaux peuvent être très limitées dans leur portée et leur ampleur. Par conséquent, ces activités d'évaluation pourraient ne pas tenir compte de certains impacts plus nuancés ou indirects des investissements.

La mesure de l'impact social demeure aujourd'hui une problématique dans l'industrie de l'impact investing. D'une part, certains auteurs soulignent l'importance de la mise en place d'une mesure standardisée, tandis que d'autres pensent qu'il serait plus pertinent d'élaborer des mesures d'impact personnalisées (Harji et Jackson, 2012). De plus, selon Harji et Jackson, l'objectif de la mesure d'impact de l'investisseur n'est probablement pas le même que celui de l'entrepreneur, bien que ces deux points de vue sont à prendre en compte. De plus, il s'est avéré compliqué et long de quantifier la valeur sociale et environnementale fournie par les entreprises d'impact. Néanmoins, il existe une série d'outils permettant de relever ce défi telle que le SROI et d'autres mesures d'impact (cf. supra p.21).

Partie 2 : Analyse empirique de l'impact investing

Cette deuxième partie du mémoire porte sur l'analyse empirique de l'impact investing. L'objectif de cette analyse est de déterminer les différentes caractéristiques qui réunissent aujourd'hui les petits investisseurs institutionnels belges. Pour atteindre ce but, cette analyse se basera sur les différentes données collectées sur le terrain ainsi que sur les données trouvées dans la littérature et qui sont déjà mentionnées dans la première partie. De cette manière, cette partie se divisera en quatre chapitres brièvement expliqués par la suite.

Le premier chapitre de cette seconde partie nous offre une meilleure compréhension de la méthodologie employée tout au long du travail analytique. Cela permet premièrement de connaître l'échantillon sélectionné ainsi que les différents types de méthodes de récolte de données utilisées dans le cadre de ce travail. Deux méthodes ont été privilégiées : l'entretien semi-dirigé et le sondage. Par la suite, une explication sera fournie sur la manière dont l'analyse de ces données a été réalisée afin de parvenir à un résultat.

Le deuxième chapitre révèle le choix de sélection des différents petits investisseurs institutionnels belges et des plateformes de crowdfunding ainsi qu'une présentation détaillée de chacun d'entre eux.

Le troisième chapitre porte sur la présentation des résultats obtenus à partir de l'analyse des données récoltées. Le lecteur pourra ainsi parcourir les différentes caractéristiques qui rassemblent les acteurs sélectionnés. Un modèle qui permet de diviser ces caractéristiques en plusieurs catégories a été élaboré.

Le quatrième chapitre de cette seconde partie permet de mieux comprendre le résultat final de la recherche en tenant compte de l'ensemble des données collectées dans la première et la deuxième partie du travail. Ce chapitre permet de faire le point sur les différents éléments qui composent le modèle et les liens qui existent entre eux. Il met également en lumière une éventuelle collaboration entre les différents acteurs.

Chapitre 4 : Méthodologie de la recherche

Dans ce premier chapitre sera parcourue la méthodologie utilisée au cours de la deuxième partie du travail. La méthode qualitative a été utilisée dans ce mémoire ; celle-ci permet de comprendre en profondeur les phénomènes étudiés (Paquet, Schrooten et Simons, 2018). Cette partie est indispensable pour le lecteur car elle met en évidence la démarche adoptée pour l'obtention d'un résultat cohérent. Premièrement, sera évoquée la sélection de l'échantillon. Deuxièmement, les différents outils de récolte de données nécessaires pour collecter l'information seront cités. L'entretien semi-dirigé et le sondage seront ici privilégiés. Pour chacun de ces outils seront détaillés le choix et la cible de l'outil en question. Troisièmement, nous expliquerons la manière dont ces données ont été analysées et rassemblées pour construire un modèle permettant de répondre à la question de recherche.

4.1. Sélection de l'échantillon

Le choix des personnes interrogées repose sur plusieurs éléments. Tout d'abord, lors de mon stage effectué en dernière année de Master à l'ICHEC, j'avais pour objectif de réaliser une étude de marché sur les investisseurs à impact actifs en Belgique. Après de nombreuses recherches sur internet et avec l'aide de mon maître de stage, j'ai pu dresser un tableau avec les différents acteurs à impact belges. Cependant, au cours de mon analyse, j'ai réalisé que certains acteurs présents dans le tableau n'étaient pas réellement des investisseurs à impact pour plusieurs raisons. La première était que leur activité principale n'était pas centrée sur l'investissement de projets à impact. La deuxième raison était que leur vision sur l'impact n'était pas assez définie et claire pour percevoir leur réel intérêt. La troisième et dernière raison montrait que leurs objectifs sociaux et environnementaux étaient plus un outil de marketing ou une image qu'une activité porteuse de sens.

Après avoir parcouru l'ensemble de ces acteurs, j'ai privilégié ceux qui suivaient les différentes caractéristiques de l'impact investing en Belgique. Pour cela, je me suis basée sur la définition qui a été citée dans la première partie (cf. supra p.9) « les investissements à impact sont des investissements mis en œuvre dans des entreprises, des organisations et des fonds avec l'intention de générer un impact social et environnemental en même temps qu'un rendement financier ». Ainsi, ces acteurs ont tous l'intention de réaliser des objectifs sociaux et/ou environnementaux tout en percevant un rendement financier. Ils ont tous investi dans des projets à impact en Wallonie, en Flandres et à Bruxelles. Certains d'entre eux possèdent même des projets à l'étranger mais leur cible principale reste la Belgique.

L'échantillon sélectionné concerne des acteurs de nature différente. En effet, parmi eux, on retrouve des banques, des institutions de crédits, des fonds privés et des plateformes de crowdfunding. Il est important de prendre en compte différents types d'acteurs car leurs objectifs et leurs visions sur l'impact peuvent varier. Cependant, la liste des acteurs élaborée

dans le cadre de mon stage ne constitue pas la liste définitive des acteurs sélectionnés. En effet, certains d'entre eux sont des acteurs étrangers, tels que Quadia, un investisseur à impact suisse, et d'autres sont des acteurs qui ne financent pas uniquement des projets à impact. En annexe se trouve une liste des différentes personnes travaillant dans des sociétés acteurs de l'impact investing qui ont été interrogées dans le cadre de mes recherches (cf. annexe 1).

J'ai eu l'opportunité de rencontrer personnellement la majorité de ces acteurs grâce à de nombreuses réunions organisées dans le cadre de mon stage. En effet, certaines informations proviennent d'entretiens semi-directifs, d'un sondage, de communications téléphoniques et d'échanges de mails. Les méthodes de collecte de données seront expliquées à la suite.

Lors des entretiens réalisés, je me suis rendue compte que l'un des acteurs interviewé, Innovation fund, un fonds belge dans le domaine des sciences et de la chimie, ne pouvait finalement pas être considéré comme un investisseur à impact car il n'a pas d'objectifs d'impact ou de critères intentionnels définis. En effet, selon la secrétaire générale d'Innovation fund « on ne peut pas vraiment citer les critères de nos investissements » et « ce n'est pas que l'on choisit que ce soit de la chimie durable, c'est qu'il n'y a plus que ça aujourd'hui ». À travers cette dernière phrase, Madame X nous montre que le secteur chimique est en pleine transition mais Innovation fund ne se dirige pas vers cette « transition » de sa propre volonté. Ainsi, elle souligne que « ce n'est pas nous qui avons changé, c'est la chimie qui change ».

À travers les entretiens, nous parvenons donc à faire la différence entre les acteurs qui font partie des investisseurs à impact et ceux qui ne le font pas.

4.2. Méthodes de collecte de données

Pour récolter toutes les informations pertinentes et nécessaires à l'élaboration de ce travail, les entretiens semi-dirigés ainsi que le sondage sont deux méthodes de collecte de données qui ont été privilégiées. Dans le tableau ci-dessous on retrouve l'ensemble des sources de données utilisées dans la deuxième partie du travail.

Tableau 2 : Sources de données et utilisation

Type de source	Taille de la source	Raison(s) de la source
Entretiens	Sept entretiens Durée moyenne : 45 minutes <i>(Retranscription : 53 pages, Times new roman 12, interligne 1,15)</i>	-Explorer le sujet et la définition de l'impact -Comprendre les motivations et les obstacles rencontrés -Répondre à ma question de recherche : analyser leurs caractéristiques
Sondage	Sept questions et 13 répondants. Durée moyenne des	-Valider mes résultats -Répondre à ma question de recherche

	réponses : 10 minutes.	
Appels téléphoniques	Deux appels téléphoniques (dont un sur skype). Durée moyenne : 10 à 15 minutes. <i>(Retranscription : 5 pages, Times new roman 12, interligne 1,15)</i>	-Connaître les motivations qui poussent les investisseurs comme eux à investir dans l'impact investing ainsi que les freins rencontrés
Emails	Huit emails avec six acteurs différents.	-Répondre à ma question de recherche -Comprendre les motivations et les obstacles rencontrés
Données d'archives	11 rapports d'activité analysés avec une moyenne de 33 pages par rapport.	-Répondre à ma question de recherche
Observations	Conversation informelle avec les fondateurs de Citizenfund dans le cadre de mon stage. Durée du stage : environ cinq mois.	-Connaître et comprendre ce que représente l'impact investing -Explorer le sujet -Comprendre les motivations -Répondre à la question de recherche
Conférence	Un power point contenant 29 slides.	-Explorer le sujet de l'impact investing

4.2.1. Entretien semi dirigé

Les entretiens réalisés auprès des acteurs sont dits semi-dirigés car ils permettent à l'interviewé de s'exprimer librement, à son rythme et sans être interrompu. De plus, ces entretiens se composent de questions ouvertes afin que la personne interrogée puisse décrire de manière détaillée ses opinions et ses comportements (Paquet, Schrooten et Simons, 2018). Ainsi, neuf entretiens semi-dirigés ont été réalisés dans le cadre de ce travail. La durée des interviews peut varier de dix minutes à une heure et demie environ. Les entretiens se sont déroulés chez les investisseurs, sur leur lieu de travail, par téléphone ou par Skype. Le choix de l'échantillon ciblé a été préalablement expliqué (cf. supra p.41).

Pour chaque interview, il existe un guide d'entretien qui permet d'orienter l'interrogatoire afin de ne pas perdre le fil conducteur (Paquet, Schrooten et Simons, 2018). Dans ce travail, le guide d'entretien élaboré est différent selon chaque acteur (cf. annexe 2). En effet, les informations disponibles dans leur rapport d'activité ou sur leur page internet ne sont pas les mêmes en fonction des acteurs. Le guide d'entretien est donc propre à chaque acteur. Pour construire le guide d'entretien, il m'a fallu tout d'abord analyser l'ensemble des données que j'avais à ma disposition pour connaître les éléments manquants. Certains entretiens visent à comprendre les motivations qui poussent les acteurs à investir dans ce secteur tandis que d'autres tendent vers des questions plus spécifiques sur l'acteur.

4.2.2. Sondage

Afin de collecter des données plus ciblées sur les différentes caractéristiques qui permettent de regrouper les petits investisseurs institutionnels, un sondage a été réalisé. Ce dernier a permis de réaliser une meilleure distinction entre les différents acteurs afin de les trier selon leurs caractéristiques. A cet effet, un questionnaire en ligne a été envoyé par mail aux différents investisseurs belges ciblés. Le questionnaire m'a permis de collecter 13 réponses. Les détails des réponses obtenues au questionnaire se trouvent en annexe de ce mémoire (cf. annexe 3). À la suite de ce travail se trouve le tableau avec les différents petits investisseurs institutionnels actifs en Belgique regroupés selon le type d'investisseur (cf. infra p.46). En effet, ce tableau constitue la cible du sondage effectué.

Dans le questionnaire trois types de questions seront utilisées : des questions fermées «*Among the selected sectors, identify if all the sectors in which you are investing are below.* »²⁹, des questions ouvertes «*Two-line summary of your activity*³⁰ » et des questions semi-ouvertes «*Among the financial tools, select the ones you are using. If there is/are any missing, which one(s) would you add?*³¹ » (Paquet, Schrooten et Simons, 2018). Les questions sont écrites en anglais afin de permettre à l'ensemble des acteurs, francophones et flamands, de comprendre le sondage.

Les premières questions du sondage visent à identifier le profil de l'investisseur. Dans le questionnaire sont ensuite formulées une série de questions relatives aux caractéristiques de l'investisseur telles que les secteurs d'activité ciblés, les instruments financiers et les outils de financement. Enfin, le sondage se termine par des questions plus spécifiques sur la mesure d'impact et le reporting d'impact.

4.2.3. Autres

Toutes les données qui ont été recueillies à l'aide des entretiens et du sondage sont indispensables pour l'analyse et constituent une des sources principales d'information. Cependant, en collectant des données supplémentaires telles que des rapports d'activité, des documents fournis par les investisseurs et des sites internet, on parvient à renforcer les données collectées provenant des deux outils de récolte de données.

²⁹ Traduction : « Parmi les secteurs sélectionnés, identifiez si tous les secteurs dans lesquels vous investissez s'y retrouve ».

³⁰ Traduction : « Résumez votre activité en 2 lignes ».

³¹ Traduction : « Parmi les outils financiers, sélectionnez ceux que vous utilisez. S'il en manque, lequel (lesquels) ajouteriez-vous ? ».

4.3. Analyse des données collectées

L'analyse des retranscriptions d'entretiens, du sondage, des rapports d'activité et autres ont permis d'élaborer trois tableaux d'analyse conceptuelle en suivant les recommandations de Gioia (2012). Le premier tableau d'analyse conceptuelle a pour objectif l'identification des différentes caractéristiques des petits investisseurs institutionnels. Ce tableau se trouve en annexe de ce travail (cf. annexe 4). Le tableau est divisé en trois niveaux : les indicateurs, les dimensions et les concepts. En observant le tableau, on parvient à distinguer les caractéristiques communes et divergentes des acteurs. De plus, dans le deuxième tableau d'analyse conceptuelle, on perçoit les différentes motivations qui ont poussé ces investisseurs à se lancer dans la pratique de l'impact investing. Ce tableau se trouve en annexe de ce travail (cf. annexe 5). En effet, certains entretiens réalisés avaient uniquement pour objectif d'examiner les motivations liées aux investissements à impact. Dans le troisième tableau d'analyse conceptuelle, on observe les freins et les obstacles auxquels font face les différents investisseurs. Ce tableau se trouve en annexe de ce travail (cf. annexe 6).

Afin de tirer des conclusions sur l'ensemble des données collectées, il est pertinent de comparer les informations récoltées lors de la première partie du travail avec celles de la deuxième partie.

A l'aide du tableau d'analyse conceptuelle et des documents supplémentaires fournis par internet ou par les acteurs belges, une fiche d'identité a été réalisée pour chaque investisseur. Cette fiche est divisée en plusieurs parties. Premièrement, elle contient des informations principales sur l'investisseur telles que la date de création, le montant de son portefeuille, la zone géographique ciblée, les instruments financiers, les dividendes, la durée d'investissement et autres. Deuxièmement, elle présente l'engagement de l'investisseur dans l'impact en montrant ainsi les secteurs dans lesquels il investit, la mesure et sa vision d'impact. Troisièmement, la fiche révèle quelques chiffres clés de la société ainsi que le fonctionnement de la gouvernance. Quatrièmement et dernièrement sont exposés dans cette fiche les différents critères d'investissement pour obtenir du financement. Les fiches se trouvent en annexe de ce travail (cf. annexe 7).

Chapitre 5: Présentation des investisseurs sélectionnés

Ce deuxième chapitre a pour objectif de présenter l'ensemble des petits investisseurs institutionnels et des plateformes de crowdfunding sélectionnés. Le tableau ci-dessous permet d'apporter une meilleure compréhension des investisseurs belges sélectionnés et les regroupe en quatre selon le type d'investisseur : la banque, les institutions de crédit, les fonds privés et les plateformes de crowdfunding.

Tableau 3 : Les différents petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding belges au sein de l'impact investing

Banque	Institutions de crédit	Fonds privés	Plateforme crowdfunding
Triodos	Crédal Hefboom	Stellar impact Phitrust Citizenfund Trividend Chroma Kois invest SI2 fund Scale up Oya seed Inventures Soif de Punt Change fund SE'nSE fund F'in Common	Lita.co Socrowd

Banque

Dans le cadre de ce travail, il a semblé essentiel de citer une banque qui joue un rôle particulièrement important dans l'industrie de l'impact investing : **la banque Triodos**. Créée en 1980, la banque Triodos est une banque indépendante dont la mission est d'exercer son activité de manière transparente et durable. La banque Triodos finance des entreprises, des institutions et des projets à valeur ajoutée dans les domaines sociaux, environnementaux ou culturels, grâce aux capitaux que lui confient les épargnants et les investisseurs désireux d'une société durable (Triodos bank, 2018).

Institutions de crédit

Les institutions de crédits jouent également un rôle important au sein des investissements à impact. Tout d'abord, **Crédal** est une institution belge de crédit indépendante du système bancaire et des mécanismes de spéculation. De plus, cette coopérative de finance éthique

dispose de plus de 35 millions d'euros de fonds pour financer des entreprises sociales qui ont un impact positif sur la société et/ou sur l'environnement. Enfin, **Hefboom** se situe également dans cette catégorie, un investisseur éminent dont le portefeuille s'élève à 10 millions d'euros et qui finance, conseille et offre des services pour des organisations et des projets qui cherchent à avoir un impact social.

Fonds privés

Cette catégorie contient de nombreux acteurs qui désirent apporter à la société une plus-value importante. Tout d'abord, **Telos impact** est une société de conseil et d'investissement qui travaille pour des philanthropes et des FO dans la réalisation de missions sociales, environnementales et sociétales. Telos impact se charge aujourd'hui de diriger le fonds privé **Stellar impact**, qui finance des initiatives économiques socialement et environnementalement responsables. Ce fonds est doté de 30,5 millions d'euros de capital provenant des familles d'AB InBev, ces dernières étant en quête d'impact.

Phitrust Partenaires est une société française d'investissement à impact, également représentée en Belgique, axée sur les entreprises sociales à fort potentiel de croissance et dont la capacité d'investissement s'élève à 15 millions d'euros.

Citizenfund est une coopérative d'investissement citoyenne dont la capacité d'investissement est d'environ 87 000 euros. Elle vise à soutenir financièrement des projets économiquement viables tout en ayant un impact positif sur la société.

Trividend investit du capital-risque en octroyant des prêts subordonnés et des fonds propres dans des entreprises sociales en Flandres et à Bruxelles. La société met l'accent sur la création d'emplois pour les personnes éloignées du marché du travail. Le portefeuille de ce fonds s'élève à 1,5 million d'euros.

Chroma est une société qui compte 40 millions d'euros et qui investit dans des entreprises et des projets qui ont un impact positif sur un grand nombre de personnes dans le cadre de la transition énergétique. Chroma adopte une approche à la fois sociale et environnementale.

Kois invest est une société de financement à impact qui vise à élargir les solutions de financement afin de créer un monde meilleur pour les communautés les plus démunies dans le monde entier. Par le biais de leurs activités de conseil en investissement et en financement, ils mettent en place de nouvelles idées ainsi que des approches de financement novatrices. En ce qui concerne la gestion d'actifs, Kois invest gère 220 millions d'euros.

SI2 Fund a pour principal objectif d'augmenter l'impact sociétal en finançant et en accompagnant les entreprises sociales. SI2 fund a une capacité d'investissement de 17 millions d'euros.

Scale Up est un fonds coopératif s'élevant à 3,5 millions d'euros et qui investit dans des entreprises particulièrement actives dans l'industrie alimentaire durable.

Oya Seed fournit du capital, des prêts, de l'expérience et l'accès à un vaste réseau de professionnels pour faire démarrer des entreprises sociales qui créent un impact écologique et/ou social quand elles en ont le plus besoin. La capacité d'investissement du fonds s'élève à 1,5 million d'euros.

Inventures Investment Partners (IDP) est une société de gestion qui gère les fonds de capital de risque Inventures I et Inventures II. La mission d'IDP est de produire des rendements financiers et sociaux attrayants. Premièrement, Inventures I est un fonds de capital-risque de 15 millions d'euros qui gère actuellement un portefeuille de 12 entreprises qui se concentrent sur des objectifs sociétaux très divers. Deuxièmement, Inventures II SDG Growth est un fonds de capital-risque de 50 millions d'euros qui investit des capitaux dans des PME européennes innovantes tout en respectant au moins un des ODD.

Soif de Punt offre du capital-risque et souhaite que les entrepreneurs sociaux aient accès au meilleur soutien possible afin de créer de la richesse. Soif de Punt attache une grande importance à l'emploi des groupes défavorisés et à la mesure de l'impact social.

Change est un fonds d'innovation social géré par Crédal. Le fonds est dédié aux entreprises belges innovantes en phase de démarrage ou d'expansion qui ont un fort impact sociétal. Change bénéficie du savoir-faire et de l'écosystème de Crédal, principale coopérative de finance éthique en Belgique.

SE'nSE fund fait partie de la Fondation Roi Baudouin et qui a pour objectif de soutenir des projets inscrits dans le développement durable qui ont un impact positif élevé sur l'environnement.

F'in Common est une coopérative d'investissement pour les sociétés d'économie sociale qui a été fondée afin de renforcer la finance solidaire en Belgique. Les entreprises qui recherchent du financement peuvent faire appel à F'in Common pour financer leurs projets à l'aide d'un prêt complémentaire à celui émis par une structure de financement de l'économie sociale (Sowecsom, Brusoc, coopérative de crédit, banque, etc.).

Plateforme crowdfunding

Le Crowdfunding est également un type de structure qui investit dans l'impact investing en Belgique (cf. supra p.4) et c'est un moyen pour les entreprises et les particuliers de récolter des fonds pour leurs projets. Ainsi, on peut citer un acteur très présent en Belgique : **LITA.co**. C'est une plateforme de financement participatif qui permet d'investir dans des entreprises à très fort impact sur la société et/ou l'environnement. On retrouve également en Flandres la société **Socrowd**, qui octroie des prêts sans intérêts à des projets sociaux. De plus, grâce à la plateforme crowdfunding, un tiers du montant est rassemblé par le client sur son réseau. De cette manière, tous les investissements initiaux sont triplés et offrent aux particuliers la possibilité d'investir dans un avenir durable.

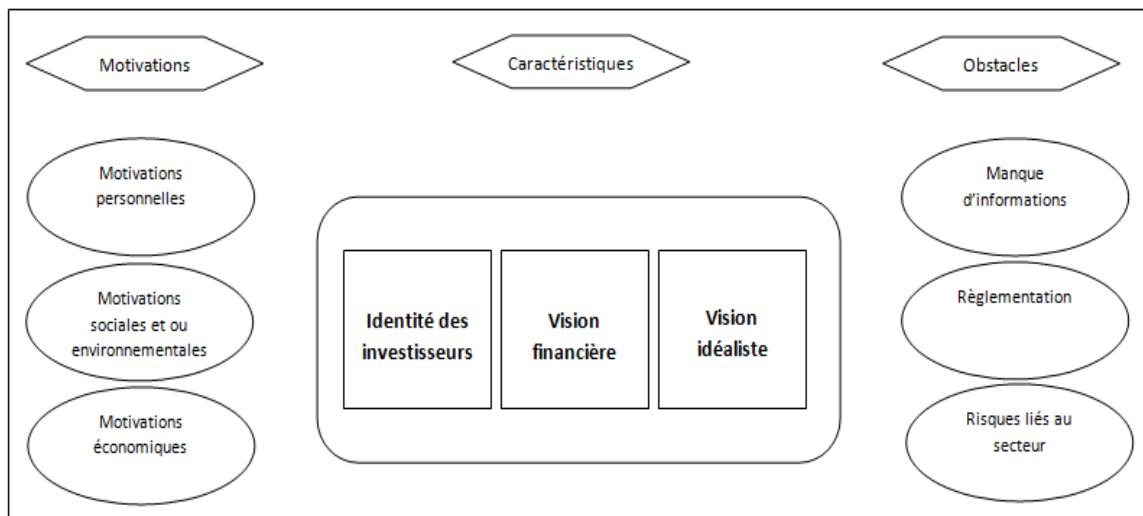
Chapitre 6 : Présentation des résultats

Ce troisième chapitre a pour objectif de constituer un modèle qui permet de rassembler de manière logique et structurée les différentes caractéristiques des petits investisseurs institutionnels et des plateformes de crowdfunding belges. Ainsi, ils détiennent des caractéristiques similaires qui les rassemblent et des caractéristiques divergentes qui les distinguent mais ne les séparent pas pour autant. Le modèle intègre par ailleurs les différentes motivations qui poussent les petits investisseurs institutionnels belges à investir et à faire partie de ce secteur. De plus, il inclut les freins auxquels les acteurs font face aujourd’hui. Ces motivations et ces obstacles constituent également des critères importants à prendre en compte dans mon analyse. Le modèle se base sur plusieurs types d’informations recueillies dans sept entretiens et un sondage en ligne.

Lors des interviews et lors de mon analyse des rapports d’activité, j’ai remarqué que certaines caractéristiques ressortaient particulièrement. Ces dernières se retrouvent dans le tableau d’analyse conceptuelle (cf. annexe 4). Ainsi, j’ai décidé de les catégoriser en trois groupes distincts afin de réaliser ce modèle. Tout d’abord, on observe les différentes caractéristiques identitaires. Ensuite sont dressées dans le schéma les diverses caractéristiques financières. Enfin, on retrouve les caractéristiques portées sur une vision idéaliste. Parallèlement, on observe les motivations des investisseurs belges à s’engager dans la pratique de l’impact investing ainsi que les obstacles auxquels ils sont confrontés. Les motivations et les freins permettent de mieux comprendre les caractéristiques qui en découlent.

La majorité de ces caractéristiques financières et idéalistes se retrouvent dans la théorie et sont évoquées dans la première partie du travail. Il en est de même pour les motivations et les freins. Il est intéressant d’élaborer un modèle basé sur les différentes caractéristiques des petits investisseurs institutionnels et des plateformes de crowdfunding afin de mieux les comprendre et les distinguer. Ainsi, une collaboration entre les différents acteurs serait possible grâce aux caractéristiques et aux motivations communes qui les unissent. De plus, cela les aide à surmonter les différents freins persistant au sein de l’industrie de l’impact investing.

Figure 9 : L'écosystème des caractéristiques communes des petits investisseurs institutionnels et des plateformes de crowdfunding



Ensuite, je détaillerai les différents éléments du modèle afin de mieux comprendre les caractéristiques sous-jacentes des investisseurs belges. Ci-dessous, se trouvent les caractéristiques détaillées que nous analyserons par la suite.

Tableau 3 : Les caractéristiques saillantes des acteurs sélectionnés

Caractéristiques identitaires	Caractéristiques financières	Caractéristiques idéalistes
<ul style="list-style-type: none"> • Profil des fondateurs • Hybridité des activités • Gouvernance • Localisation 	<ul style="list-style-type: none"> • Stratégie d'investissement • Financement 	<ul style="list-style-type: none"> • Vision impact • Secteurs d'activité ciblés

6.1. Caractéristiques identitaires

Certaines caractéristiques sont propres à l'identité des investisseurs sélectionnés. Tout d'abord, on retrouvera le profil des fondateurs qui reflète souvent l'image même de la société. Puis, la polyvalence de certaines sociétés qui présentent une multitude d'activités sera identifiée. Ensuite, on observera la manière dont est gérée la société avec la mise en place d'une gouvernance. Enfin, on examinera l'ancre territorial dans lequel est apparue la société ainsi que les pays ciblés dans le cadre de son activité.

6.1.1. Profil des fondateurs

Le profil des actionnaires varie d'une société à une autre. On peut noter qu'il s'agit souvent de grandes familles belges fortunées qui désirent donner du sens à leur épargne et investir leur argent dans un projet concret à impact. Prenons le cas de SI2 fund, ses actionnaires sont des familles belges et hollandaises et des fondations hollandaises convaincues qu'elles peuvent investir sans perdre de capital et percevoir en retour un impact sociétal. Par ailleurs, la société Stellar impact est co-gérée par Telos impact, dédiée au mécénat social, et a été co-fondé par Isabelle et Thomas de Spoelberch et Joséphine de Marchant et d'Ansembourg, trois petits-enfants de Werner de Spoelberch. La famille du défunt Werner de Spoelberch est la branche familiale la plus importante des actionnaires d'AB Inbev du même nom. Un autre actionnaire de Stellar impact est Grégoire von Waldburg-Wolfegg-Waldsee, fils de Charlotte de Mévius, troisième actionnaire familial d'AB Inbev après Van Damme et de Spoelberch. Les familles d'AB Inbev voulaient absolument donner du sens à leur patrimoine en soutenant l'innovation sociétale. De plus, Phitrust est également composé de trois profils d'actionnaires différents, dont le profil familial. Selon Monsieur S, responsable de Phitrust Partenaires pour la Belgique, deux grandes familles font partie du portefeuille de Phitrust car elles étaient intéressées par la vision d'impact et elles désiraient être mises en contact avec un réseau de personnes qui ont une certaine expérience dans le secteur.

Ensuite, selon Phitrust, il existe deux autres profils d'actionnaires dans la société. On retrouve tout d'abord les entrepreneurs qui ont fondé dans le passé une entreprise et qui veulent maintenant donner leurs gains dans des projets à impact. Ils réalisent leur objectif soit en investissant directement dans les sociétés, soit en investissant dans le fonds. Enfin, le dernier profil d'actionnaire est celui des militants et implique notamment un certain nombre de femmes. Selon Monsieur S, ces dernières ont la capacité de réfléchir et d'agir plus vite que les hommes dans ce domaine-là.

Enfin, comme il a été dit précédemment, on retrouve surtout des entrepreneurs dans le profil des actionnaires. Prenons par exemple la société Scale up, dont les fondateurs sont au nombre de deux : Olivier van Cauwelaert et Emmanuel Hupin. Olivier Van Cauwelaert a travaillé plus de 25 ans dans des domaines comme la vente, le marketing et la communication. Son implication dans de nombreux projets innovants lui a permis de réaliser qu'il était possible de faire rimer durabilité avec rentabilité. Emmanuel Hupin a été avocat pendant 40 ans auprès d'entreprises en difficulté, ce qui l'a aidé à voir la société sous un angle plus humain. Ainsi, grâce à leurs expériences professionnelles et à leur expertise acquises au cours de nombreuses années, ces deux individus ont décidé de donner du sens à leurs activités futures.

6.1.2. Hybridité des activités

Une grande partie des investisseurs belges sélectionnés ont comme activité principale le financement de projets innovateurs. Néanmoins, certains d'entre eux exécutent une multitude d'activités complémentaires. Tout d'abord, certains acteurs tels que Phitrust, Crédal, Hefboom

et Kois invest font de la consultance pour partager ainsi leur savoir-faire et leurs conseils aux entrepreneurs. Ensuite, SI2 fund et Crédal proposent un service de coaching avec pour objectif de mieux encadrer et préparer les entrepreneurs à se lancer sur le marché. Enfin, la majorité des petits investisseurs belges proposent à leurs clients un service d'accompagnement et de suivi aux projets financés. Ainsi, selon la société Phitrust, il existe un accompagnement avant, pendant et après le financement du projet pour permettre à l'entreprise de se développer correctement sur le marché. L'ensemble de ces activités sont des services complémentaires au financement, qui s'avère être l'activité principale de tous les acteurs en question.

Néanmoins, d'autres acteurs tels que Kois invest et Chroma ont des activités qui s'éloignent de l'activité première. En effet, selon Madame V, la société Kois invest gère trois activités : *asset management*, *innovative finance* et *partnership advisory*. La première activité « *asset management* » consiste à déployer des capitaux directement ou à travers des fonds que la société gère avec des institutions financières plus importantes. Chacun de ces investissements vise à générer un impact sociétal et environnemental. La deuxième activité « *innovative finance* », vise à concevoir, placer et gérer des mécanismes de financement novateurs tels que les impact bonds pour relever des défis peu explorés. La troisième activité cherche à aider les entreprises mondiales à élaborer des stratégies pour accélérer leur impact sociétal en facilitant leurs partenariats avec des entreprises sociales. De la même manière, Chroma effectue trois activités supplémentaires : *green energy*, *greentech* ou *venture capital* et *social impact*. Premièrement, « *green energy* » correspond à la production d'énergie renouvelable dans laquelle Chroma agit en tant que tiers investisseur et gère le projet de A à Z. Deuxièmement, « *venture capital* » consiste à prendre des prises de participation dans des entreprises qui développent des innovations technologiques liées à la transition énergétique. Troisièmement et dernièrement, « *social impact* » vise à financer des projets énergétiques qui ont un impact positif sur un grand nombre de personnes.

6.1.3. Gouvernance

La gouvernance mise en place dans les entreprises permet aux petits investisseurs institutionnels et aux plateformes de crowdfunding d'avoir un meilleur contrôle et une meilleure gestion de leur activité de manière **organisée**. Lorsque certains petits investisseurs institutionnels belges tels que Phitrust, SI2 fund, Citizenfund, Lita.co, Crédal, Change et Trividend investissent dans une entreprise, ils sont présents dans le conseil d'administration de cette dernière. L'objectif du conseil d'administration est de veiller au bon développement de la société conformément aux missions et aux valeurs définies dans le règlement d'ordre intérieur. Ainsi, cela permet aux investisseurs de s'impliquer dans les décisions et surtout dans le suivi des entreprises financées. Par ailleurs, les acteurs sélectionnés sont tous composés d'un conseil d'administration qui leur permet d'aborder les questions nécessaires au bon fonctionnement de l'entreprise. De plus, tous les investisseurs belges sélectionnés tiennent une assemblée générale au moins une fois par an. L'assemblée générale représente l'ensemble des actionnaires ou des associés de la société (Citizenfund, s.d.).

Dans le cadre de l'activité principale de l'ensemble des acteurs choisis, il est indispensable d'avoir un comité d'investissement ou un comité de validation ou de sélection, chargé d'accepter ou de refuser un projet d'investissement. Ainsi, plusieurs membres de la société se réunissent et décident ensemble si les projets analysés sont en accord avec la stratégie d'investissement de la société. Le nombre de personnes présentes au sein de ce comité varie entre 3 et 14, selon la taille de la société. Selon Lita.co, il se compose d'experts, de business angels, d'entrepreneurs et de spécialistes du secteur et du business. Les réunions du comité d'investissement ont lieu régulièrement, pour certains tous les deux mois (Oya seed) et pour d'autres tous les mois (SI2 fund).

Par ailleurs, on peut retrouver d'autres organes de gestion tels que le comité de direction, le comité de surveillance, le comité de crédit et de microcrédit, le comité de gestion, le comité exécutif et d'autres encore. Néanmoins, pour une plus grande structure telle que la banque Triodos, la gestion quotidienne et le développement stratégique relèvent de la direction générale. Cette dernière est nommée par le conseil de surveillance qui vise à surveiller toutes les activités commerciales de la banque.

D'autre part, on peut également se retrouver face à une gouvernance plus **flexible**. Prenons par exemple le cas de Chroma, une société dans laquelle le conseil d'administration agit aussi en tant que comité d'investissement. Cette flexibilité peut être expliquée par le nombre réduit de personnes composant l'équipe de Chroma.

Une autre particularité mise en œuvre par l'un des acteurs actifs dans l'impact investing est la **gouvernance coopérative**. La société Citizenfund suit le principe de gouvernance coopérative qui fonctionne selon la règle « une personne, une voix ». Chaque coopérateur dispose alors du même pouvoir de vote, indépendamment des montants investis. Ainsi, le principe consiste à laisser la décision finale de financement aux mains des coopérateurs du fonds.

6.1.4. Localisation

Parmi les 19 petits investisseurs institutionnels, trois d'entre eux ont été fondés dans un pays hors de la Belgique. Premièrement, la banque Triodos est apparue tout d'abord aux Pays-Bas en 1980 et ce n'est qu'en 1993 qu'elle a ouvert une succursale en Belgique, s'agissant de la première en dehors des Pays-Bas. Deuxièmement, Phitrust est une société de gestion française créée en 1999 et qui est apparue en Belgique par la suite. Troisièmement et dernièrement, Lita.co est une plateforme de crowdfunding qui a été constituée en France à la fin de l'année 2014 et qui a démarré ses activités à Bruxelles en septembre 2017.

Les 19 investisseurs sélectionnés se situent en Belgique et sont actifs dans le pays. Certains d'entre eux agissent particulièrement en Flandres (Trividend, Soif de Punt, Socrowd et Hefboom) et d'autres notamment en région de Bruxelles-Capitale et en Wallonie (Crédal, change, SE'nSE fund et F'in Common). Par conséquent, ils financent tous des projets qui se développent au sein de la Belgique. Toutefois, la majorité d'entre eux financent également des projets à l'étranger, plus précisément en France, en Angleterre, au Benelux, dans des pays de

l'Europe de l'Est et dans les pays en voie de développement (Stellar impact, Lita.co, Phitrust, Chroma, SI2 fund, Kois invest, Inventures et la banque Triodos).

6.2. Caractéristiques financières

Cette section décrit les caractéristiques liées au financement des projets innovants. Premièrement, seront analysées les stratégies d'investissement mises en place par les investisseurs. Cette première partie sera scindée en trois points différents. Tout d'abord, on distinguera les différents stades de développement d'une entreprise afin d'observer lesquels sont les plus privilégiés par les investisseurs sélectionnés. Ensuite, on examinera la technique du cofinancement mise en place par la majorité des acteurs belges. Enfin, on visera à identifier les différentes stratégies de sortie. Deuxièmement et dernièrement, on analysera les techniques de financement utilisées par les acteurs. Au sein de cette deuxième partie nous élaborerons trois points. En premier lieu, on introduira les outils de financement mis à la disposition des entrepreneurs afin de les soutenir dans leur projet. Ensuite, on observera les différents produits de financement. Enfin, on examinera les frais de gestion pour l'investisseur.

6.2.1. Stratégie d'investissement

Les acteurs sélectionnés mettent en place des stratégies d'investissement afin de leur permettre d'atteindre des objectifs préalablement fixés. Nous verrons par la suite trois éléments indispensables, selon les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding, pour assurer le succès de la stratégie.

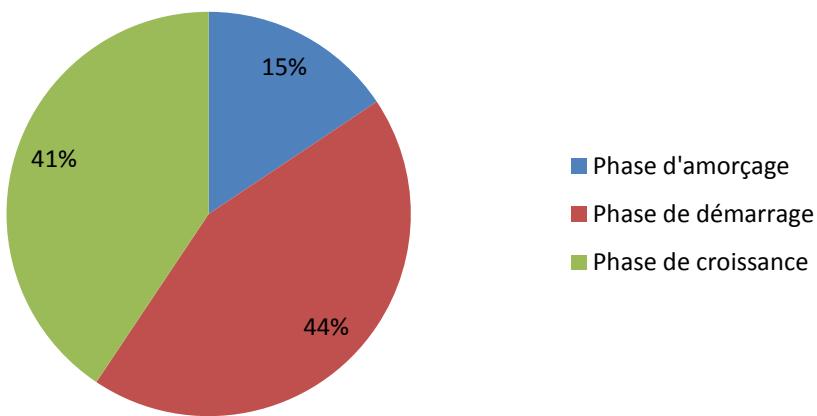
A. Stades de développement

Dans la première partie du travail, nous avions observé que les deux stades de développement les plus éminents étaient les sociétés matures et les sociétés en phase de croissance (cf. supra p.31). Sur base de toutes les informations collectées via les rapports d'activité et les entretiens, j'ai décidé de m'en tenir à trois stades de développement : phase d'amorçage, phase de démarrage et phase de croissance. Lors de mon entretien avec Monsieur W, Senior Associate chez Si2 Fund, ce dernier m'a expliqué qu'il existe quatre stades de développement dans une entreprise : l'amorçage ou le seed stage, la création, le développement et la maturité. J'ai également décidé de me centrer sur cette réponse pour distinguer les trois stades de développement préalablement cités.

La phase d'amorçage est le moment où l'entreprise ou le projet ne représente qu'une pensée ou une idée. Par conséquent, elle représente une étape importante car c'est normalement la première somme d'argent que l'entreprise reçoit et qui contribuera à sa croissance. La phase

de démarrage ou start up désigne les entreprises ayant déjà développé et vendu un produit ou un service. Néanmoins, elles se trouvent au début de leur activité et ont donc besoin de financement pour développer leur produit, leur marketing et leur stock. La phase de croissance nécessite beaucoup plus de capitaux que les deux phases précédentes. Cette phase concerne les entreprises matures et affirmées sur le marché et qui sont à la recherche d'un financement pour se distinguer de la concurrence et faciliter la croissance requise par le marché. Dans le graphique ci-dessous, on observe la part des investisseurs belges attribuée à chaque stade de développement. Par conséquent, on peut voir que les acteurs belges actifs au sein de l'impact investing investissent en majorité dans des projets en phase de démarrage et en phase de croissance car, selon la majorité d'entre eux, la phase d'amorçage est plus risquée. Cette dernière est plus risquée parce que l'entreprise n'a pas encore fait ses preuves sur le marché, ce qui implique que les investisseurs ne sont pas toujours certains de la viabilité de celle-ci.

Figure 11 : La part attribuée à chaque stade de développement



B. Cofinancement

Le cofinancement fait référence à un financement effectué par plusieurs sociétés d'investissement. Parmi les 19 investisseurs institutionnels belges, 16 mettent en œuvre une stratégie de cofinancement. Lors de l'entretien avec Monsieur W, Senior Associate chez SI2 fund, ce dernier a souligné l'importance du cofinancement : « *investir seul n'est pas forcément une bonne chose, être le seul à avoir des poches profondes n'est pas une bonne chose. Notre règle c'est de co-investir avec au moins une partie prenante qui a des poches au moins assez grandes que celles de SI2 fund pour ne pas devoir être le seul à cotiser en cas de problèmes* ». De même, Monsieur U, co-fondateur et directeur général de Chroma, explique lors de l'interview que le cofinancement suscite un grand intérêt chez lui car dans certains projets, les montants à investir sont trop importants par rapport à la capacité d'investissement de Chroma. Ainsi, lorsque le projet est très intéressant, Chroma recherche à s'allier avec d'autres

investisseurs mais dans la majorité des projets, ils se sont rendu compte qu'il était préférable d'être l'actionnaire principal du projet pour lever les fonds.

C. Stratégie de sortie

La stratégie de sortie peut être définie par « the method by which a business owner or venture capitalist prepares to sale a business or investment »³² (Akdeniz, 2015). En observant les données collectées provenant des entretiens et des rapports d'activité, on remarque que la majorité des acteurs belges investissent dans des projets pendant une durée entre cinq et dix ans : SI2 fund, Scale up, Lita.co, Trividend, Phitrust, Change, Socrowd et Kois invest. Par conséquent, certains d'entre eux comme par exemple Phitrust et SI2 fund se disent « patient capital ». Cela désigne, selon Monsieur W, Senior Associate chez SI2 fund, des investissements qui prennent entre cinq et dix ans avant d'obtenir un rendement. Ainsi, il cherche à démontrer que le retour sur investissement dans l'impact investing est possible : « ça veut dire que l'on espère, et c'est notre ambition, de retourner le capital à nos investisseurs pour prouver qu'investir dans le social marche ». De plus, Monsieur S, responsable de Phitrust en Belgique, explique pendant l'interview que Phitrust sous-estime souvent les années d'investissement au sein des projets : « ceux qu'on pensait qui allaient arriver à maturité après sept ou huit ans arrivent en fait à maturité après des dizaines d'années ».

Certains acteurs belges tels que Trividend et Chroma ne désirent pas fixer une stratégie de sortie fixe et préfèrent être flexibles face à la situation. D'autres tels que Citizenfund et Stellar impact, sont trop récents et n'ont donc pas encore établi de stratégie de sortie.

6.2.2. Financement

Dans cette section, nous traiterons d'une part les outils et les produits de financement mis à disposition des entrepreneurs et investisseurs individuels et d'autre part, les frais de gestion encourus par les investisseurs.

A. Outils de financement

La majorité des petits investisseurs institutionnels et des plateformes de crowdfunding belges proposent à leurs clients deux types de financement : la dette et la prise de participation. En effet, nous avions vu dans la première partie du travail que selon Trellstad, ces deux outils étaient les plus privilégiés dans l'impact investing (cf. supra p.17). De plus, certains d'entre eux proposent uniquement de la dette (Crédal, Socrowd, F'in Common et la banque Triodos) tandis

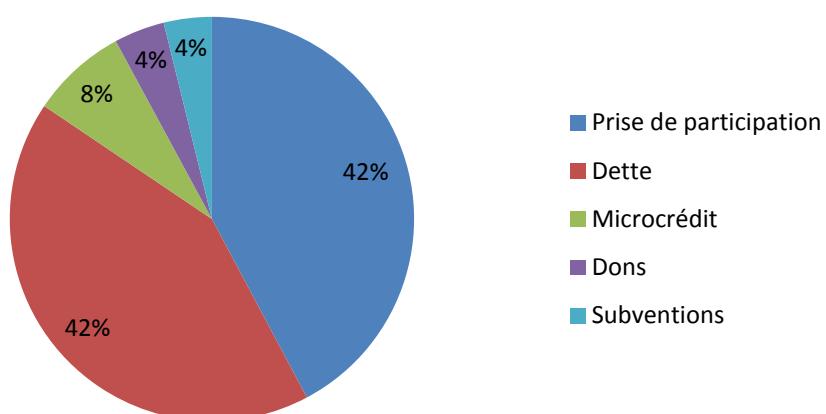
³² Traduction : méthode par laquelle un propriétaire d'entreprise ou un investisseur en capital-risque se prépare à vendre une entreprise ou un investissement.

que d'autres seulement de la prise de participation (Scale up, Lita.co, Kois invest et Soif de Punt). Néanmoins, d'autres investisseurs tels que Crédal et Hefboom accordent des microcrédits à des individus exclus des crédits bancaires ou ayant un crédit inadapté, dans une optique d'inclusion sociale, professionnelle et financière des personnes discriminées ou défavorisées (Crédal, 2018). De plus, Stellar impact montre dans le sondage qu'il priviliege également ces deux outils de financement : le don et les subventions.

La plupart d'entre eux, lorsqu'ils parlent de prise de participation, font référence à une prise de participation minoritaire. Cela signifie qu'ils détiennent une participation qui ne dépasse pas les 50% du capital d'une entreprise. On retrouve parmi ces investisseurs : Inventures, Change, Phitrust et Crédal. En ce qui concerne les prêts accordés, Trividend, SEn'SE fund et Crédal octroient des prêts convertibles et des prêts subordonnés, SI2 fund accorde uniquement de la dette convertible et F'in Common uniquement de la dette subordonnée. Les prêts convertibles sont des emprunts qui pourront être remboursés de manière non-numéraire, c'est-à-dire que si les conditions de marché sont favorables, alors l'entreprise pourra transformer sa dette à court terme en fonds propres à long terme (Crédal, 2018). Les prêts subordonnés sont des prêts dont le remboursement ne se réalise pas à une date précise mais au gré de l'émetteur. Dans le cas où l'émetteur fait faillite, le prêt ne sera remboursable qu'après un désintéressement total des créanciers privilégiés et des créanciers ordinaires (Crédal, 2018).

Dans le graphique ci-dessous, on observe les différents outils de financement qui sont mis en œuvre par les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding belges. Ce graphique a été élaboré sur base des réponses apportées dans le cadre du sondage et des informations diffusées dans les rapports d'activité des entreprises. Ainsi, je suis parvenue à rassembler une réponse pour chaque investisseur, c'est-à-dire 19 réponses. Les deux outils les plus octroyés sont, de toute évidence, la prise de participation et la dette.

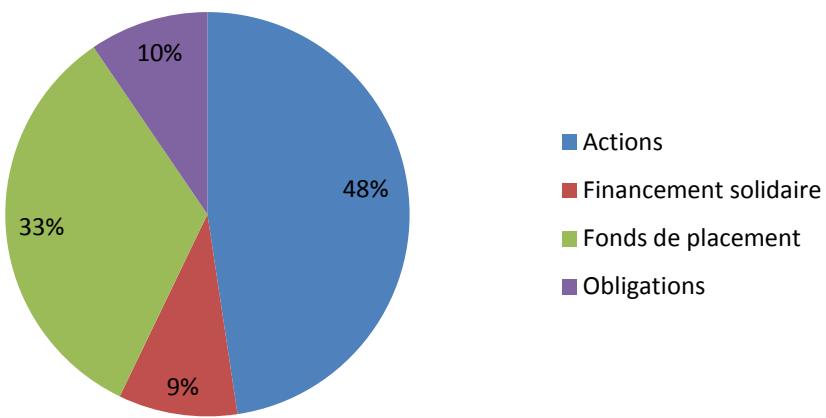
Figure 10 : La part attribuée à chaque outil de financement



B. Produits de financement

Après avoir examiné les outils de financement qui sont destinés aux entrepreneurs sociaux, nous allons maintenant aborder les produits de financement que proposent les différents acteurs belges aux épargnants ou aux grandes sociétés qui souhaitent investir directement chez eux. Ainsi, il existe cinq différents types de produits de financement parmi les investisseurs belges sélectionnés : les parts coopératives, les actions, solidarity based investing, les obligations et sustainable investment fund. Ci-dessous, se trouve un graphique détaillant la répartition des produits de financement selon les acteurs.

Figure 11 : La part attribuée à chaque produit de financement



Une grande partie des investisseurs sélectionnés donnent à leurs clients (entreprises ou particuliers) la possibilité d'acheter une part de coopérateur. Le montant de ces parts varie en fonction de l'émetteur. Prenons plusieurs cas distincts ; le premier, Crédal, offre à ses clients quatre parts dont les caractéristiques sont différentes. Premièrement, « la part bâsseur » s'élève à 100 euros ; elle est destinée aux personnes recherchant un rendement social et elle ne distribue aucun dividende. Deuxièmement, « la part investisseur » s'élève à 500 euros et elle cible les personnes souhaitant un rendement social et un rendement financier. Troisièmement, « la part Domino » s'élève à dix euros par mois et inclue la distribution d'un dividende. Quatrièmement et dernièrement, « la part partenaire » s'élève à 25 euros et n'inclue pas la distribution d'un dividende (Crédal, 2019). Prenons comme deuxième exemple Citizenfund, la société offre à toute personne physique ou morale de souscrire une ou plusieurs parts de coopérateurs d'une valeur nominale de 250 euros (Citizenfund, 2019). Ensuite, le troisième exemple est Scale up, une société qui regroupe ses coopérateurs en trois catégories : les coopérateurs garants (un million chaque part), les coopérateurs investisseurs seniors (minimum 200 000 euros) et les coopérateurs juniors (1000 euros) (Scale up, 2018). Enfin, les derniers exemples sont Lita.co et Phitrust. Ces deux sociétés proposent également à leurs clients d'investir dans leur structure par le biais des actions. Les actions sont des titres de

propriété qui correspondent à une part de la société (Lita.co, sd.). Selon Monsieur S, représentant de Phitrust en Belgique, les personnes qui désirent investir dans la société doivent payer un montant minimum de 100 000 euros.

Le financement solidaire ou solidarity based investing soutient diverses initiatives sociales et environnementales au sein de l'économie. L'épargne des particuliers est investie en grande partie dans des activités porteuses de sens telles que la création d'emplois, le logement des plus démunies ou des pratiques d'agriculture durable (Triodos bank, sd.). On observe grâce au sondage que Phitrust et la banque Triodos offrent ce choix à leurs clients. Ainsi, la banque Triodos montre à travers cette phrase sa transparence « *nous investissons l'argent que vous nous confiez exclusivement dans des entreprises qui ont un impact social et environnemental positif. Demain, les entreprises qui connaîtront la réussite seront celles qui proposeront des solutions pour une société plus durable.* » (Triodos bank, sd.).

Les fonds de placement durables ou sustainable investment funds investissent dans des catégories d'actifs telles que des actions et des obligations de la même manière que les fonds traditionnels. Contrairement aux fonds traditionnels, ils ne prennent pas seulement en compte des critères financiers. En effet, ils se concentrent également sur les aspects environnementaux, sociaux et de gouvernance (Triodos bank, sd.). Parmi les 19 investisseurs belges choisis, sept ont répondu qu'ils proposent ce type de produit à leurs clients. Ainsi, le cas le plus concret et le plus détaillé repose sur la banque Triodos. Cette dernière dispose de quatre fonds de placement différents. Le premier fonds « Pioneer Impact Fund » finance des entreprises pionnières de faible à moyenne capitalisation partout dans le monde. Le deuxième fonds « Global Equities Impact fund » investit en actions d'entreprises à forte capitalisation. Le troisième fonds « Impact Mixed Fund-Neutral » investit en action et en obligation dans le monde entier. Le quatrième et dernier fonds « Euro Bond Impact Fund » investit en obligations mais uniquement en euro (Triodos bank, sd.).

Les obligations sont également un produit financier très courant mais seul Phitrust et Lita.co le mettent en avant. L'obligation est un titre de créance qui correspond à une fraction d'un prêt à intérêt consenti à une société (Lita.co, sd.). Ainsi, dans le cadre d'investissement en obligations, Lita.co va sélectionner des projets matures et équilibrés financièrement pour que les revenus soient fiables (Lita.co, sd.).

C. Frais de gestion

Les frais de gestion sont des frais auxquels un investisseur est soumis et ils sont imputés par l'intermédiaire par lequel il passe pour investir. Ces frais de gestion permettent aux investisseurs belges de financer l'activité de l'intermédiaire. De plus, ils sont, la plupart du temps, demandés à la souscription de l'investissement ainsi qu'à la fin de certaines échéances (mensuelle, semestrielle ou annuelle). On observe dans le tableau d'analyse conceptuelle les caractéristiques des investisseurs belges (cf. annexe 4), qu'une grande partie d'entre eux ont des frais de gestion annuels qui se situent entre un à trois pourcent. Les frais de gestion les

moins élevés sont ceux de Socrowd avec 1,3% et les plus élevés sont ceux de Scale up avec environ 4,3%.

6.3. Caractéristiques idéalistes

Cette section permet d'avoir un premier aperçu sur les différentes caractéristiques non-financières, c'est-à-dire les caractéristiques qui ne se rapportent pas aux éléments financiers. On retrouve dans cette section la vision et la définition de l'impact selon les acteurs sélectionnés, la mesure de l'impact et les secteurs d'activité privilégiés.

6.3.1. Vision impact

Dans cette section nous traiterons principalement deux sujets : la définition et la vision de l'impact ainsi que les mesures d'impact mises en œuvre par les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding.

A. Définition et vision de l'impact

Dans la première partie du travail, une définition de l'impact investing provenant du GIIN avait été donnée (cf. supra p.9). Aujourd'hui de nombreux acteurs belges de l'impact investing montrent que celui-ci consiste à soutenir des entreprises sociales ayant comme mission de générer un impact sur la société et être capable de le démontrer, de le mesurer et de le faire croître. Ainsi, Socrowd montre que son activité n'est pas basée sur le revenu mais sur la mission. Selon Madame Z, le rendement de cet acteur équivaut à des clients heureux avec des prêts abordables et une communauté engagée. SEn'SE fund cherche, dans l'impact investing, à maximiser les bénéfices environnementaux et il en est de même pour Stellar impact qui base son activité sur quatre principaux secteurs environnementaux : la pollution plastique, les déchets et les pertes alimentaires, le changement de régime alimentaire, la pollution de l'eau et la rareté de l'eau. De plus, selon Phitrust, l'objectif de l'impact investing est avant tout de combiner l'aspect financier avec l'impact. D'autres acteurs tels que Kois invest perçoivent l'impact comme un objectif primordial et qui détermine le remboursement aux investisseurs. Donc, selon Kois invest, son objectif est de collecter le plus de capital privé vers des projets sociaux, de développement ou d'aide humanitaire et d'utiliser le capital public de manière à ce qu'il y ait un effet de levier.

De nombreux acteurs tels que Phitrust, SI2 fund et Change se disent « impact first », ce qui signifie pour ces derniers que l'on ne doit pas attendre que le retour financier soit aligné avec les attentes du marché (cf. supra p.35). De même, le plus important ici est de générer une plus-value sociétale et de prouver que l'on peut parfaitement investir en démontrant un fort

impact sans perdre du capital. En effet, selon SI2 fund, le marché peut attendre d'une start up des rendements autour de 30% à 40% pour des fonds qui investissent dans les mêmes phases de développement que SI2 fund.

Afin d'avoir une meilleure vision et définition de l'impact, certains investisseurs tels que Phitrust, Scale up, Citizenfund, Change, Lita.co et Inventures utilisent les ODD. Ainsi, SI2 fund et Citizenfund raccordent les entreprises de leur portefeuille aux différents ODD en termes de communication interne mais cela ne signifie pas que leur mesure d'impact soit liée aux indicateurs des ODD. Selon Madame Q, contrairement à SI2 fund et Citizenfund, Change se base sur ces nombreux indicateurs pour constituer des mesures d'impact pertinentes. Des investisseurs tels que Lita.co et Inventures alignent leurs investissements avec les ODD.

Dans la première partie du travail, nous avions fait référence au certificat Benefit Corporation créé par B lab dont l'objectif était d'utiliser le pouvoir des entreprises pour résoudre les problèmes sociaux et environnementaux (cf. supra p.23). En effet, Scale up et Lita.co détiennent le certificat B-Corporation, ce qui implique que ces entreprises répondent aux besoins sociétaux et environnementaux, à la gouvernance et à la transparence. Le domaine de la gouvernance reste éminent pour Citizenfund car elle implique l'ensemble de ses coopérateurs dans une véritable démocratie participative. Lita.co fait également partie d'une autre organisation appelée « the Shift » qui est un réseau d'entreprises durables belges. De plus, en 2014, Phitrust Partenaires a obtenu le label European Social Entrepreneurship Fund (EuSEF) qui certifie que les financeurs du secteur ont un portefeuille composé de plus de 70% d'entreprises sociales définies comme telles par la législation européenne (Phitrust Partenaires, 2018).

B. Mesure d'impact

Selon certains auteurs, pour respecter les règles de l'impact investing, l'impact doit être mesurable (cf. supra p.19). Cependant, si on reprend la définition de l'impact investing rédigée par le GIIN, à aucun moment ce dernier évoque le critère indispensable de la mesure d'impact. Ainsi, parmi les 13 investisseurs sélectionnés et qui ont réagi au sondage, six ont répondu qu'ils mesuraient leur impact. Cependant, seulement trois d'entre eux ont déjà publié un rapport d'impact. En effet, Chroma ne compte pas publier un rapport d'impact pour le moment car elle n'est pas tournée vers le public et ses actionnaires veulent rester discrets. Néanmoins, SI2 fund et Socrowd ont l'ambition de publier un rapport d'impact annuel dans les prochaines années. Selon SI2 fund, c'est un long processus mais il est très utile pour les entrepreneurs qui utilisent les key performance indicator (KPI) dans leur management de s'en servir ensuite pour prendre des décisions.

D'autres acteurs n'ont pas encore mis en place de mesures d'impact mais ils sont encore en pleine réflexion. Dès lors, Trividend, Crédal, Change, Citizenfund et Socrowd sont en train de déterminer une méthodologie d'impact mais ne l'ont pas encore instaurée. Trividend et Crédal avaient cependant déjà mesuré le nombre d'emplois créés pour certains projets mais aucune méthode n'avait vraiment été définie pour cela.

Parmi les investisseurs ayant répondu avoir mesuré l'impact, peu d'entre eux utilisent une méthodologie commune. Premièrement, SI2 fund a mis en place une mesure appelé SROI que l'on avait abordé préalablement dans la première partie du travail (cf. supra p. 21). Cette méthode a été développée par Social Value International, un organisme qui est apparu aux Etats-Unis puis il s'est fait connaître dans le monde entier. Ce dernier a développé l'outil et la connaissance ainsi qu'un guide permettant d'aider les entreprises à mettre cette mesure en place. Selon SI2 fund, le SROI leur permet d'avoir un outil de communication avec les actionnaires. Cela leur montre que si le rendement financier est négatif mais que le SROI est positif, alors cela légitime la raison pour laquelle cette stratégie d'investissement a été poursuivie. L'objectif de SI2 fund est que son portefeuille atteigne une moyenne SROI supérieure à 2.0. Étant donné que certaines sociétés émettrices sont sur le point de terminer leur première évaluation, le rendement actuel du SROI se situe entre 2.0 et 3.5. Donc l'objectif de SI2 fund est atteint. De plus, cet outil est très pratique pour les entrepreneurs qui désirent mettre en œuvre une mesure fiable et utile pour pouvoir en parler concrètement à leurs parties prenantes. Selon SI2 fund, cette mesure d'impact consiste à comprendre tout d'abord la valeur que les parties prenantes attachent au produit et comment elles valorisent les changements. Cette valorisation est analysée à travers des entretiens et des sondages afin de mieux comprendre les changements ressentis par les parties prenantes. Une fois que ces résultats sont analysés, ils sont ensuite mesurés et factorisés pour l'impact via des techniques d'évaluation. Ensuite, la valeur actuelle est calculée sur cinq ou six ans en additionnant l'ensemble des cash-flow positifs et en retirant l'investissement initial. SI2 fund a un horizon d'investissement de huit ans ce qui signifie que la société tente de faire une projection sur cette période-là, néanmoins, le modèle peut changer entre-temps. SI2 fund montre l'importance pour une entreprise de mesurer l'impact à travers des KPI car si l'entrepreneur social est incapable de montrer l'effet que son produit a sur ses parties prenantes alors il éprouvera des difficultés pour les convaincre d'adhérer à sa mission. L'entrepreneur peut ainsi utiliser des KPI pour observer son évolution, exploiter tout le potentiel de son produit et apporter par la suite des améliorations.

Deuxièmement, Phitrust a mis en place une méthodologie d'impact fournie par une entreprise française nommée « Cerise » et celle-ci propose une certaine auto-évaluation. Phitrust analyse le nombre d'emplois à temps-plein dans les sociétés dans lesquelles ils ont investi, le nombre d'emplois en insertion, le nombre d'emplois pour personnes handicapées, la superficie construite ainsi que le nombre de micro-entrepreneurs soutenus. Le problème, selon Phitrust, c'est que cela prend du temps et c'est coûteux. Néanmoins, il est important pour la société d'avoir une mesure d'impact pragmatique et agrégée afin qu'elle puisse la montrer à ses actionnaires. Par conséquent, Phitrust s'est fixé des objectifs d'impact à un an puis à trois ans mais ceux-ci sont susceptibles d'évoluer dans le temps.

Troisièmement, Kois invest mesure également l'impact généré par les impacts bonds. La mesure d'impact est très intéressante dans ce contexte car il existe plusieurs façons de la mesurer. Prenons par exemple « Duo for a job » ; cette société facilite la mise à l'emploi des jeunes immigrés à Bruxelles. L'impact bond a été mis en place en 2015 mais il n'y avait cependant pas d'antécédents. Par conséquent, s'il y avait eu des données historiques, ils auraient pu regarder le taux de réintégration professionnelle de ces jeunes immigrés en

Belgique entre 2000 et 2015. Si les circonstances économiques étaient différentes et qu'il s'avérait difficile de trouver un emploi entre ces dates là mais qu'en 2015 les conditions s'amélioraient, l'impact aurait été surévalué. Ainsi, il est très pertinent de mesurer l'impact réel mais cela reste très complexe et les données existantes ne permettent pas toujours de le faire. Une autre mesure d'impact qui avait été mise en place par Kois invest dans l'un de ses projets en Inde était de mesurer le nombre de personnes qui avaient retrouvé leur mobilité par rapport au nombre d'employés. L'objectif était de mesurer l'efficacité des centres de réadaptation physique. Selon Kois invest, pour une efficacité de 80% dans les centres de réadaptation par rapport à la moyenne historique, Kois invest avait un retour maximum de 7% et une perte pouvant atteindre jusqu'à 40% du montant investi.

Quatrièmement, la banque Triodos vise également à fournir une preuve concrète des changements qu'elle apporte à long terme. Par conséquent, elle partage avec le public des informations qualitatives fournies par des mesures d'impact pertinentes et vérifiées par un auditeur (Triodos Bank, 2018). Pour la banque Triodos, il est aussi important de collecter des données financières que des données non financières. De plus, il est important de souligner que la mesure d'impact varie en fonction des différents secteurs dans lesquels elle intervient. Prenons par exemple le secteur des énergies renouvelables, la banque Triodos calcule la quantité d'électricité produite à partir des projets dans lesquels elle a investi et la convertit en l'équivalent de l'utilisation moyenne par ménage. Pour ce qui est du secteur du changement climatique, ils rémunèrent des consultants pour réaliser une « méthodologie Platform Carbon Accounting Financials »³³, mise en place en 2018, afin de déterminer leur empreinte environnementale (Triodos Bank, 2018).

Cinquièmement, Scale up a également publié un rapport d'impact de ses différents projets mais ne divulgue aucune donnée chiffrée. Prenons par exemple Färm.coop ; c'est une coopérative d'alimentation bio qui produit un impact en trouvant des alternatives dans la distribution. Elle s'inscrit ainsi dans une production plus durable et adopte une démarche de gouvernance plus participative (Scale up, 2018).

Sixièmement et dernièrement, Lita.co réalise la mesure d'impact de chacun de ses projets au cas par cas et suivant des méthodes combinées existantes classiques ainsi que des méthodes de fonds d'investissement.

6.3.2. Les secteurs d'activité ciblés

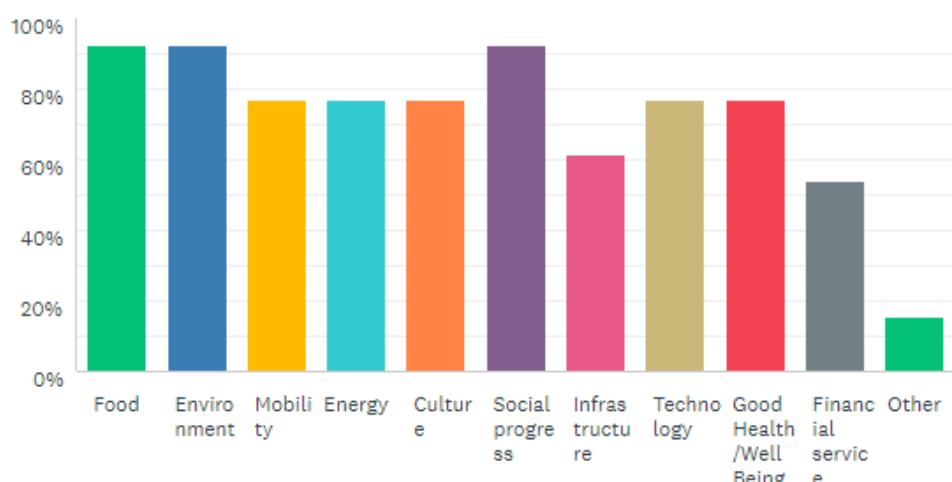
L'ensemble de ces investisseurs interviennent dans de nombreux secteurs. En effet, dans le sondage on observe que les investisseurs ont le choix entre dix secteurs : l'alimentaire, l'environnement, la mobilité, l'énergie, la culture, le progrès social, l'infrastructure, la santé et le bien-être, la technologie et le service financier. J'ai choisi ces dix secteurs sur base des

³³ Plateforme mise en place par une collaboration entre des institutions financières néerlandaises qui a produit la seule méthodologie dans le monde de comptabilité carbone développée par des institutions financières, pour des institutions financières (Triodos Bank, 2018).

entretiens et des rapports d'activité afin d'unifier et simplifier le choix des réponses. De cette façon, il est plus facile de collecter des données si le choix est déjà préétabli mais il existe néanmoins une case « autres » pour élargir la réponse. Les secteurs les plus visés par ces 13 petits investisseurs institutionnels et plateformes de crowdfunding belges actifs dans l'impact investing sont l'alimentaire, l'environnement et le progrès social. On observe ci-dessous la part attribuée à chaque secteur d'activité par les acteurs.

Certains investisseurs sont focalisés sur plusieurs secteurs d'activité tandis que d'autres ciblent uniquement deux ou trois secteurs. Par exemple Scale up vise exclusivement l'alimentaire et l'environnement. Il en est de même pour Chroma qui se concentre particulièrement sur l'énergie, la technologie et le progrès social. Outre ces dix secteurs sélectionnés, les investisseurs mettent l'accent sur deux autres secteurs importants lors du sondage : l'éducation et l'emploi. Néanmoins, selon moi, ces deux secteurs font partie du progrès social. Parmi ces dix secteurs, on identifie deux groupes préalablement expliqués dans la première partie du travail : les besoins fondamentaux (alimentaire et infrastructure) et les services de base (progrès social, santé et bien-être, énergie et services financiers) (cf. supra p.15).

Figure 12 : Allocation sectorielle établie par les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding belges



6.4. Les motivations et les obstacles

Préalablement, nous avons abordé les différentes caractéristiques identitaires, financières et idéalistes des structures d'investissement belges. Néanmoins, il nous reste à parcourir leurs motivations afin de comprendre ce qui les a amenés à investir au sein de l'impact investing et les éventuelles contraintes existantes. Ci-dessous, se trouve les motivations et les obstacles détaillées que nous allons analyser par la suite.

Tableau 4 : Les motivations et les obstacles détaillés

Les motivations	Les obstacles
<ul style="list-style-type: none"> • Motivations personnelles • Motivations économiques • Motivations sociales et/ou environnementales 	<ul style="list-style-type: none"> • Manque d'information • Réglementation • Risques liés au secteur

6.4.1. Les motivations

Il existe plusieurs facteurs qui ont motivé les investisseurs belges à investir dans ce secteur. Tout d'abord, on perçoit les motivations personnelles qui désignent les idées, les pensées et les pulsions conduites par les expériences du passé. Ensuite, on décrit les motivations économiques, souvent liées au rendement et à la diversification du portefeuille. Enfin, on se concentre sur les motivations sociales et/ou environnementales qui sont également liées aux motivations personnelles. En annexe de ce travail se trouve un tableau d'analyse conceptuelle qui résume et reprend les différentes motivations (cf. annexe 5).

A. Les motivations personnelles

En interrogeant les différents acteurs belges actifs dans l'impact investing, je parviens à retrouver des motivations personnelles similaires. Ainsi, de nombreuses personnes mettent l'accent sur le futur « c'est la seule solution tenable », « ce sont des solutions de demain » et « pour un avenir meilleur ». Toutes ces phrases proviennent d'une caractéristique personnelle qui est **la solidarité**. En effet, la génération actuelle se préoccupe des besoins et des attentes des générations futures et elle se soucie donc de l'état du monde de demain.

Une autre motivation personnelle importante aux yeux des acteurs belges est la réalisation d'une action **porteuse de sens**. En effet, il est essentiel pour eux de donner du sens à leur vie professionnelle et à leur vie privée. Selon Monsieur S, responsable de Phitrust en Belgique, certains actionnaires désirent créer une partie significative de leur patrimoine en investissant dans des projets à impact.

De plus, Madame R, responsable de la gestion des investissements au sein de Telos impact, montre qu'il y a **une prise de conscience croissante** des défis liés à l'environnement et au réchauffement climatique. Le fait que l'on en parle de plus en plus dans les médias favorise la diffusion et la connaissance des problèmes actuels. SE'nSE fund souhaite également que la prise de conscience se renforce afin d'encourager d'autres mécènes-philanthropes à investir dans l'entrepreneuriat social au bénéfice des générations à venir.

Madame Y, directrice adjoint du développement des affaires chez Lita.co, souligne aussi l'importance de donner **confiance** au citoyen. Ainsi, en devenant un investisseur à impact, Lita.co parvient à fournir des actions en toute transparence suite aux investissements réalisés dans la société. De plus, Lita.co cherche avant tout à réconcilier les citoyens avec la finance en leur proposant une finance alternative basée sur la confiance, la transparence et la responsabilité. La majorité des acteurs belges de l'impact investing veulent devenir **un acteur du changement** à travers la diffusion de ce concept et en agissant en tant que tel. Madame R explique lors de l'interview que c'est en assimilant les mécanismes de la finance que l'on parviendra à changer la société « *c'est en comprenant les mécanismes de l'économie et de la finance et en essayant de corriger les biais actuels qu'on pourrait arriver à un changement systémique sur la société* ».

La curiosité fait également partie d'une motivation qui guidera certains investisseurs vers le secteur de l'impact investing. En effet, ils ont envie d'en connaître davantage sur le sujet et selon Madame R, ils se posent les questions suivantes : « *est-ce que c'est vraiment viable sur le long terme? Est-ce que ce sont des fonds qui vont rester? Ou est-ce que c'est juste une tendance du moment?* ».

B. Les motivations économiques

Outre les motivations personnelles, il existe des motivations économiques qui poussent les investisseurs institutionnels belges à financer des projets à impact. En effet, selon Madame O, coordinatrice chez Citizenfund, les fonds présents dans ce secteur **rappor tent autant voire plus que des fonds traditionnels**. En effet, nous avions vu dans la première partie du travail que les rendements peuvent varier en fonction de la stratégie d'investissement et la structure organisationnelle de l'investisseur (cf. supra p.35). L'objectif de l'ensemble des acteurs belges est d'espérer un rendement financier sain, c'est-à-dire avec une plus-value sociétale.

Par ailleurs, selon Madame O, ces fonds à impact sont **moins sujets aux fluctuations du marché** et donc peuvent contenir **un risque moins élevé**. Néanmoins, dans la première partie du mémoire, aucun élément ne permet de prouver que le risque est moins élevé dans l'impact investing que dans les investissements traditionnels. En effet, le risque va dépendre de plusieurs éléments : le stade de développement, le secteur d'activité et la zone géographique (cf. supra p.34).

Monsieur S souligne une autre motivation économique qui touche à **la diversification du portefeuille** de Phitrust. Ainsi, lors de l'interview, Monsieur S montre que leurs actionnaires se sont intéressés à la cause de Phitrust car celui-ci disposait d'un portefeuille d'une vingtaine de participations. Par conséquent, le portefeuille de Phitrust contient de nombreuses participations étalées sur plusieurs secteurs afin d'être le plus diversifié possible. Lors de l'interview, Monsieur S m'a enseigné le concept de « **core satellite** ». Ce concept montre qu'il existe deux parties dans le portefeuille : la première partie est le « core », qui est en général très diversifié et la deuxième partie sont les « satellites », qui correspondent aux choix, aux coups de cœur ou aux investissements individuels que l'on fait.

Lorsque Monsieur S nous parle des motivations économiques des actionnaires français de Phitrust, il fait référence à de grands investisseurs institutionnels comme BNP Paribas Fortis ou la Caisse des Dépôts, ce qui ne rentre pas dans notre scope. Néanmoins, il est intéressant de savoir que ces acteurs-là ont décidé de mettre en place une stratégie d'impact et d'investir dans Phitrust pour des **raisons de marketing**.

Selon Monsieur T, codirecteur de Trividend, la raison pour laquelle ils sont présents dans ce secteur est due à **un besoin de capital-risque sur le marché**. En effet, ceci souligne ce qui a été préalablement expliqué dans la première partie du travail et démontre donc la difficulté pour les jeunes entreprises sociales de chercher un financement car elles sont considérées trop risquées (cf. supra p.24). Ces nouvelles sociétés d'investissement permettraient à des jeunes entreprises d'exister et de grandir dans le marché. De plus, Monsieur T explique que ses actionnaires sont motivés par l'aide apportée aux entrepreneurs sociaux « *the shareholders still see an added value in a fund which provides early stage funding of relatively small tickets to allow for innovation and growth of social economy enterprises* »³⁴. Tous ces investisseurs belges veulent être capables **d'encourager l'innovation et la croissance des entreprises d'économie sociale**, de **promouvoir l'entrepreneuriat belge** et être capable de produire des **projets viables sur le long terme**.

D'autre part, il existe d'autres motivations liées à la performance financière. De cette manière, Monsieur S nous montre que l'une des motivations de ses actionnaires est d'entrer en contact avec un acteur de terrain qui a **un track record important**. En effet, Phitrust détient un track record sur dix ans, ce qui lui permet de prendre du recul sur ses investissements et d'observer ses performances passées. De plus, selon Phitrust, de nombreux actionnaires sont motivés par le suivi réalisé par le comité d'investissement et par le fait qu'il y a un membre de Phitrust présent dans chaque conseil d'administration des entreprises financées. Selon Monsieur S, les critères de la transparence et de l'information sont fondamentaux et c'est pour cette raison que les actionnaires doivent être toujours informés sur les différentes activités.

C. Les motivations sociales et/ou environnementales

Les motivations sociales et/ou environnementales sont toutes les motivations liées à la réduction des inégalités, à la durabilité, au respect des êtres humains, à la qualité de vie, aux innovations positives et à l'impact sociétal.

Les investisseurs belges actifs dans l'impact investing investissent dans des secteurs d'activité différents mais ils ont tous le même objectif: **réduire les inégalités sociales et environnementales**. Ils désirent construire un monde durable et inclusif, et pour cela, ils veulent maximiser les bénéfices environnementaux et soutenables. Ils cherchent également à ce que les entrepreneurs puissent gérer de manière durable leur projet d'entreprise.

³⁴ Traduction : Les actionnaires voient toujours une valeur ajoutée dans un fonds qui fournit un financement de départ pour des montants relativement petits afin de permettre l'innovation et la croissance des entreprises d'économie sociale.

La banque Triodos évoque également l'importance de favoriser le **respect pour l'humain** en prenant des décisions respectueuses vis-à-vis de lui ainsi que de favoriser la **qualité de vie** de chacun d'entre nous. L'argent doit donc être utilisé comme moyen pour créer un impact positif pour l'humain.

Préalablement, j'ai évoqué que certains investisseurs belges se disent « impact first » ce qui montre, que leur première motivation est de réaliser un impact sur la société avant de viser un rendement financier (cf. supra p.35). Ainsi, selon Madame P, responsable du segment bancaire au sein de la banque Triodos, « l'impact positif de ces entreprises est examiné avant une décision de financement ».

Enfin, les **innovations positives** sont de plus en plus nombreuses et ont besoin d'un soutien financier pour être mises en place. Les investisseurs à impact cherchent à mettre en avant les entrepreneurs porteurs d'innovations sociales ou environnementales positives. De plus, SE'nSE fund veut voir **évoluer de nouveaux business models** qui soient capables de prendre en compte d'autres aspects que les critères économiques tels que les critères sociaux, environnementaux et de gouvernance.

6.4.2. Les freins et les obstacles

Suite aux motivations préalablement abordées, nous allons maintenant analyser les freins auxquels font face les investisseurs avant de se lancer dans l'impact investing ainsi que les obstacles rencontrés dans telle pratique. Ces freins et obstacles peuvent être liés à la méconnaissance du secteur, au manque de projets, à la mesure de la performance, à la législation, à la barrière financière, aux risques, aux secteurs non financés, au rendement et à la classe d'actif retenue. En annexe de ce travail se trouve un tableau d'analyse conceptuelle reprenant l'ensemble des freins et des obstacles triés par catégorie (cf. annexe 6).

A. Manque d'information

L'un des principaux freins que l'on peut noter dans l'industrie de l'impact investing est la **méconnaissance du secteur**. En effet, grâce à la recherche théorique, nous avions vu que la compréhension et la clarté de la définition de l'impact investing demeure aujourd'hui un problème (cf. supra p.25-26). De nombreux investisseurs belges actifs au sein de l'impact investing nous partagent ce même point de vue : « le secteur est pas encore aussi reconnu que l'investissement traditionnel », « la méconnaissance de l'impact investing par le grand public » et « le manque de connaissance sur la définition de l'impact » sont quelques exemples de citations. Ainsi, selon Madame R, toutes ces imprécisions engendrent « beaucoup de questionnement » sur la viabilité du secteur et sur son existence à long terme. Monsieur S souligne également qu'il n'y a pas assez d'articles dans les journaux pour montrer la conciliation entre la finance et les impacts positifs. De plus, Madame Y dénonce le manque d'information sur le tax shelter. Ce dernier permet de réduire les impôts jusqu'à 30% ou 45%

sur le revenu pour toutes les personnes qui investissent en actions ou en titres dans le capital de PMEs et micro-entreprises (Lita.co, s.d.). Cet incitant fiscal a été mis en place en 2017 et il est accessible aux plateformes de crowdfunding ; il permet ainsi de soutenir la création et la croissance des jeunes entreprises en Belgique (Lita.co, s.d.).

Le manque de projet est aussi un obstacle rencontré par les investisseurs belges. Ainsi, Monsieur S explique lors de l'interview qu'il n'y a pas assez de projets qui sont arrivés à un stade où ils sont bien organisés en termes de communication ou autre. Il en est de même pour Madame O qui cite : « le manque de projets qui cherchent des financements soit parce qu'ils sont trop jeunes soit parce qu'ils ne sont pas vraiment viables ».

Par ailleurs, il existe d'autres freins liés à la mesure de la performance financière et non-financière. Tout d'abord, selon Madame O, il y a par exemple **un manque de track record** car la société Citizenfund commence à peine à avoir des résultats sur les premiers projets investis. Ensuite, nous avions vu dans la partie théorique qu'il est difficile de mettre en œuvre une norme globale en matière de mesure s'impact (cf. supra p.18). De la même manière, Madame R dévoile lors de l'interview qu'il y a un **manque d'outils de mesure** et de suivi d'impact auxquels les banquiers privés ne sont pas habitués car ils ont des méthodes d'analyse de fonds qui se basent uniquement sur des performances financières et non pas sur d'autres critères. Enfin, selon Monsieur T, **l'analyse et le suivi** des projets restent très coûteux.

Un autre frein possible à l'entrée du secteur de l'impact investing est la **barrière financière** ou autrement dit la mise de départ. En effet, Monsieur S explique qu'au niveau des investissements de Phitrust, la barre d'entrée est assez élevée car elle s'élève à 100 000 euros, ce qui est, selon lui, un problème si l'individu est dans une optique retail.

Enfin, il existe deux autres aspects qui freinent les investisseurs à investir dans l'impact investing. D'une part, l'impact investing est une **classe d'actif restreinte** car selon Madame R, on retrouve aujourd'hui principalement du private equity. Ainsi, Madame R explique que cela aura une conséquence « *Et donc si une grosse fortune désire investir, elle va vouloir se diversifier et donc c'est difficile d'être aussi impact qu'elle le voudrait réellement* ». D'autre part, selon Monsieur T, un autre obstacle à l'adhésion ou à la croissance du secteur est que le **business model** est extrêmement difficile pour tous ceux qui désirent rentrer dans cette niche.

B. Réglementation

Au cours de la recherche théorique, nous avions observé qu'il existait des obstacles juridiques et réglementaires au sein de l'impact investing liés par exemple à la mise en place de produits d'investissement à impact ou relatifs aux restrictions imposées aux activités des associations (cf. supra p.38). Ainsi, Madame Y commente que l'un des obstacles auxquels Lita.co doit faire face aujourd'hui est la **législation** contraignante du marché.

C. Risques liés au secteur

Lorsqu'on parle de freins dans l'impact investing, on fait souvent référence au **risque et au rendement**. Ainsi, Phitrust et Trividend montre que le risque au sein du secteur est très élevé. Néanmoins, selon Monsieur S, le risque est tout à fait relatif « le risque c'est oui et non : oui car le risque est lié au fait que beaucoup de personnes n'ont aucune culture financière [...] mais le risque dépend du secteur où on se trouve ». Par conséquent, il démontre que le risque dépend du secteur dans lequel on investit. Cette conclusion confirme bien ce que nous avions évoqué précédemment dans la première partie du travail (cf. supra p.34). Phitrust se base essentiellement sur quatre secteurs : le logement social, l'insertion, la technologie et tout ce qui est lié au recyclage. Le logement social est, selon lui, un secteur pas très risqué car il est protégé par une clause européenne. Cependant, le secteur de la technologie reste très risqué.

En ce qui concerne le risque lié aux projets, Madame Y nous fait comprendre que **la viabilité des projets** est liée au manque de structuration des entreprises sociales. Par ailleurs, Phitrust explique lors de l'interview qu'il existe fondamentalement deux causes d'échecs des projets. La première cause est le «one man show» qui désigne un individu qui crée son entreprise seul mais qui pendant le stade de développement ne s'entoure pas d'une équipe et donc il est dépourvu de compétences supplémentaires. La deuxième cause est le «tour des tables hétérogènes » ; c'est lorsqu'au départ on ne fait pas assez attention à ce que la motivation de tout le monde soit la même. Ces deux points reprennent ce qu'a évoqué Madame Y sur le manque de structuration des entreprises sociales. Néanmoins, selon Monsieur W il existe d'autres causes d'échecs liées aux tendances de marché, à une croissance de la concurrence inattendue, à une dépendance d'un client clé, à un financement trop lent etc. Pour ce qui est du rendement, Monsieur T nous révèle qu'il est relativement faible.

La banque Triodos nous démontre qu'adhérer au secteur de l'impact investing c'est aussi **renoncer à investir dans de nombreuses activités** telles que la production de pétrole de gaz, la fabrication d'armes, le travail des enfants ou l'utilisation de substances polluantes. Ces dernières sont épargnées car ce sont des activités nuisibles et dangereuses pour la population.

Chapitre 7 : Conclusion des résultats

Ce quatrième chapitre a pour objectif de conclure les résultats qui ont été présentés préalablement tout au long de la deuxième partie du travail. La finalité de ce travail était de regrouper les différentes caractéristiques communes des petits investisseurs institutionnels et des plateformes crowdfunding dans le but de mieux comprendre ce qui les rassemblent et les unissent aujourd’hui. Ainsi, nous avons déterminé qu’il existe trois caractéristiques éminentes qui permettent de définir chacun des acteurs en profondeur. Parallèlement à ces caractéristiques, on a identifié les motivations qui reflètent aujourd’hui la singularité et la particularité de chaque acteur sélectionné. Enfin, nous avons pu observer les différents obstacles qui viennent ébranler l’équilibre et la position des différents petits investisseurs institutionnels et des plateformes de crowdfunding. Pour remédier à cela et tout en respectant les motivations de ces derniers, l’existence d’une plateforme en ligne rassemblant les différents acteurs, préalablement analysés, a été créée récemment. Son objectif est d’une part de créer une collaboration entre les différents acteurs actifs dans l’impact investing et d’autre part de faciliter le bon déroulement et l’expansion de cette industrie en Belgique.

CONCLUSION

Pour clôturer ce travail de recherche, nous allons pousser la réflexion et le débat un peu plus loin. La conclusion sera divisée en deux chapitres.

Le premier chapitre de cette conclusion a pour objectif de prendre un peu de recul par rapport au travail fourni et cherche à comprendre les limites rencontrées lors de la recherche.

Le deuxième chapitre examinera les implications et les futures recommandations qui portent sur l'analyse effectuée préalablement. Ce chapitre est divisé en quatre sous-parties. La première introduit les objectifs de la plateforme en ligne Solifin. La deuxième explique les points communs qui permettent la collaboration entre les différents acteurs. La troisième éclaircit les différences entre les acteurs et les éléments qui permettraient de les dépasser. La quatrième et dernière sous-partie distingue les autres types d'acteurs qui pourraient éventuellement rejoindre la plateforme de Solifin à long terme.

Chapitre 8 : Recul critique et limites

Lors de la rédaction de ce mémoire, plusieurs limites ont été rencontrées et surmontées. Ces dernières sont tout d'abord liées à la sélection des différents acteurs belges actifs dans l'impact investing. Ensuite, une autre limite est la prise de contact avec les acteurs belges. Enfin la dernière entrave est la difficulté d'analyser et de regrouper l'ensemble des données pour parvenir au résultat final.

Premièrement, pour plusieurs raisons, j'avais décidé de centrer mon étude sur des acteurs très spécifiques. Tout d'abord, mon stage a été déterminant dans le choix de ces acteurs car j'ai dû réaliser une étude sur ce profil type d'investisseur. Ensuite, cela me semblait intéressant d'extraire des informations qui provenaient de petits acteurs plutôt que de grandes institutions. Enfin, je considère que les petites structures sont intéressantes à analyser car on peut facilement comprendre leur fonctionnement en peu de temps. Néanmoins, cela n'a pas été évident d'identifier les acteurs qui allaient faire partie de mon analyse. En effet, l'impact investing est un concept très récent et peu connu auprès de la société. Pour connaître leur véritable identité, il ne suffit pas d'analyser leur rapport d'activité ou leur site internet, il est nécessaire de les rencontrer. Ainsi, suite à l'entretien que j'avais eu avec Innovation fund, je me suis rendue compte que le fonds ne faisait pas réellement partie de l'écosystème de l'impact investing.

Deuxièmement, la prise de contact avec les petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding belges n'a pas toujours été évidente. Afin d'enrichir davantage l'étude, il aurait été intéressant d'interroger les 19 acteurs sélectionnés. Malheureusement, je ne suis pas parvenue à rencontrer l'ensemble de ces acteurs. Cependant, les informations manquantes ne constituent pas une entrave à mon travail mais elles auraient été pertinentes dans l'analyse et la comparaison.

Troisièmement, il s'est avéré difficile d'analyser et de réorganiser l'ensemble des données collectées auprès des acteurs belges sélectionnés. En effet, les données provenaient essentiellement des rapports d'activité, des sites internet des acteurs, des entretiens et du sondage. Ainsi, il y avait de nombreuses informations réparties sur différentes sources qui devaient être rassemblées et analysées. Pour parvenir à réorganiser mes idées, les tableaux d'analyse conceptuelle, suivant le modèle de Gioia (2012), ont été éminents.

Chapitre 9 : Les implications

Ce deuxième chapitre de la conclusion a pour objectif de remettre en question l'utilité pratique et théorique du résultat final obtenu. Nous pouvons donc nous poser la question suivante : « qu'est-ce que ce travail implique dans la pratique et dans la théorie ? ». Dans un premier temps, nous effectuerons une présentation de la plateforme en ligne Solifin. Dans un deuxième temps, nous examinerons les points communs qui permettent de rassembler les membres de Solifin. Dans un troisième temps, les points divergents de ces membres seront analysés. Enfin, nous terminerons ce chapitre en proposant d'autres profils d'acteurs susceptibles de rejoindre la plateforme.

8.1. Présentation de la plateforme Solifin

La question de l'implication pratique de cette recherche au sein de la Belgique exige une approche particulière. Il est important ici de comprendre la raison pour laquelle les nombreux petits investisseurs institutionnels et les plateformes de crowdfunding belges ont été rassemblés et analysés. Précédemment, nous avions vu que ces différents acteurs partagent des caractéristiques communes qui les rassemblent ainsi que des motivations qui les unissent. Néanmoins, ils sont confrontés à de nombreux obstacles similaires principalement dû au caractère récent de l'impact investing. Ainsi, le besoin de réunir ces acteurs s'est accru ces dernières années laissant place à la création d'une plateforme intermédiaire entre les entrepreneurs sociaux et les petits investisseurs à impact actifs en Belgique. Cette dernière se nomme « Solifin » et elle rassemble en anglais les deux concepts suivants : « Solidarity » et « Finance ». Dans le cadre de mon stage, j'ai eu l'opportunité de suivre de près et de participer à la création de cette plateforme en ligne.

Selon le fondateur de la plateforme, le passage à une économie durable n'est plus un choix mais une nécessité urgente pour tous les acteurs de la société. Ainsi, les institutions financières jouent un rôle fondamental dans la mise en place et l'expansion de cette économie durable. De plus, le fondateur de la plateforme pense qu'une collaboration plus étroite entre les investisseurs responsables les aidera à mieux soutenir l'entrepreneuriat social et aura un impact positif plus important sur le développement durable, pour trois raisons principales :

- ✓ Une collaboration accrue créera des synergies entre les acteurs
- ✓ L'entrepreneuriat social peut jouer un rôle majeur pour relever les défis sociétaux actuels
- ✓ La finance a un impact positif lorsqu'elle est utilisée pour soutenir l'entrepreneuriat social

Par conséquent, Solifin a pour **mission** d'aider les entrepreneurs sociaux, les investisseurs responsables et les intermédiaires à se rencontrer et à mieux travailler ensemble. D'une part,

elle permet aux investisseurs d'augmenter la collaboration entre les investisseurs responsables actifs en Belgique et de convaincre les nouveaux investisseurs (particuliers et professionnels) de devenir responsables. D'autre part, elle aide les entrepreneurs sociaux existant à comprendre et à accéder au financement grâce à une meilleure compréhension de la diversité des solutions de financement. De plus, elle inspire les nouveaux entrepreneurs à démarrer leur entreprise dans un but social.

Les membres de Solifin sont des investisseurs à impact (des banques, des établissements de crédit, des institutions de financement, des fonds autonomes ou hébergés, des fonds publics, des fondations philanthropiques et autres) qui respectent la charte éthique de Solifin. Pour être membre de Solifin, il faut respecter un certain nombre de critères :

1. Ce sont des organisations ou des fonds
2. Ils travaillent en Belgique avec une présence importante dans le pays
3. Ils investissent ou donnent des ressources financières qu'ils possèdent ou gèrent et ils financent les entrepreneurs sociaux tout en examinant explicitement leur impact sociétal en plus des critères purement financiers
4. S'ils détiennent ou gèrent des actifs financiers, au moins 50 % d'entre eux sont affectés soit à l'impact investing, soit à l'ISR et ils s'engagent à augmenter cette part dans le futur. La partie restante de leurs actifs financiers doit au moins respecter des pratiques éthiques ou ISR de base, au-delà de ce qui est exigé par la loi ou elle doit être utilisée pour l'activisme de l'actionnariat. Ainsi, les pratiques d'investissement sans critères éthiques ou de durabilité explicites ne sont pas autorisées.

Des exceptions peuvent être faites par le conseil d'administration de Solifin pour les organisations qui répondent à ces critères pour une partie plus limitée de leurs actifs. Néanmoins, elles doivent être en transition vers des pratiques plus durables et elles doivent avoir l'intention de remplir ces critères dans un avenir proche, avec des objectifs et une planification claire. Le conseil d'administration de Solifin se charge de valider les candidatures des membres candidats sur recommandation du comité d'éthique. Ce dernier fonde son avis sur le portefeuille de placement du membre candidat et sur sa stratégie de placement.

Cette plateforme en ligne a pu être conçue car les différents membres ont suffisamment de caractéristiques communes qui les rassemblent. Nous verrons par la suite ces caractéristiques qui les permet de s'unir au sein de cette association, d'après mon analyse.

8.2. Les éléments qui rassemblent les membres

Nous avions vu lors de l'analyse des résultats que les acteurs ont des caractéristiques communes qui les permet de travailler ensemble. Ainsi, nous verrons par la suite quelles sont ces caractéristiques et comment elles parviennent à rassembler les acteurs belges.

Premièrement, l'ensemble des acteurs sélectionnés réalisent **la même activité principale**. En effet, ils ont tous comme objectif de participer au financement d'un projet ou d'une entreprise

qui désire réaliser un impact social et/ou environnemental. Le moyen pour y arriver n'est pas le même mais la finalité et le résultat le sont.

Deuxièmement, les petits investisseurs et les plateformes de crowdfunding sélectionnés et présents au sein de Solifin investissent tous dans des entreprises ou des projets qui sont situés **en Belgique**.

Troisièmement, leurs motivations personnelles les poussent à investir dans **des secteurs d'activité** à fort impact social et/ou environnemental. Les acteurs veulent tous donner du sens à leur investissement et refléter un impact positif au sein de la société afin d'obtenir un résultat concret et mesurable.

Quatrièmement, ils investissent très rarement seuls dans des projets car cela comporte un risque important qu'ils veulent avant tout éviter. Ainsi, nous avions vu précédemment qu'ils désirent investir avec d'autres acteurs pour répartir le risque entre eux en cas de problème. Puis, nous avions vu également que la majorité d'entre eux avait déjà **collaboré** avec un ou plusieurs acteurs de la plateforme Solifin.

Cinquièmement et dernièrement, certains acteurs belges ont évoqué lors des entretiens qu'ils éprouvaient **des difficultés à trouver des projets intéressants et innovants**. De cette façon, l'existence de cette plateforme pourrait faciliter le repérage de ces projets innovants car tous les acteurs collaboreraient et partageraient leurs ressources entre eux.

L'ensemble de ces points communs permet de montrer que la collaboration entre ces acteurs belges est possible. Selon mes résultats, nous pouvons les rassembler et créer une synergie entre eux.

8.3. Les éléments qui distinguent les membres

Précédemment, nous avons cité les différents points communs qui permettent de rassembler les acteurs belges au sein de la plateforme. Néanmoins, nous pouvons mentionner certaines différences entre ces acteurs qui vont rendre cette collaboration plus difficile.

Tout d'abord, lors de mon analyse, j'ai réalisé que les acteurs avaient des activités, des visions sur l'impact, des stratégies d'investissement et des secteurs d'activité différents. Néanmoins, lorsque j'ai assisté aux réunions avec les différents membres de Solifin, j'ai pu relever deux principaux désaccords entre les acteurs.

Le premier désaccord porte sur **la participation financière** des acteurs belges pour faire partie de la plateforme Solifin. En effet, pour devenir membre de Solifin il faut payer un montant annuel. Ce dernier dépend de la structure et du portefeuille de l'acteur en question. Certains acteurs préfèrent participer financièrement dans Solifin, tandis que d'autres préfèrent dédier leur temps dans le fonctionnement et l'organisation de Solifin.

Le deuxième désaccord que j'ai pu noter lors des réunions concerne **l'identité des membres**, plus précisément la façon dont ils se définissent. En effet, certains membres de Solifin sont « impact first » tandis que d'autres attachent une grande importance au rendement perçu. Il est donc difficile pour eux de trouver un consensus qui va permettre de répondre à la question « qui sommes-nous ? ».

La question est de savoir maintenant comment les acteurs vont dépasser ces différences et ces désaccords. Pour parvenir à un accord, il serait pertinent de mettre en place une charte qui permettrait de souligner la vision, la mission, les valeurs, l'identité des membres, les critères de sélection et la gouvernance. Une fois que l'ensemble des membres aura signé et aura approuvé la charte, ces différents points ne constitueront plus une entrave à la collaboration.

8.4. D'autres profils d'acteurs susceptibles de rentrer au sein de la plateforme Solifin

Nous avions vu au début du chapitre huit que la plateforme en ligne rassemblait les différents investisseurs responsables belges (cf. supra p.74). Cependant, il serait intéressant d'analyser, grâce aux différentes caractéristiques des acteurs sélectionnés, d'autres profils qui correspondraient et seraient susceptibles de faire partie de la plateforme Solifin dans un futur proche.

Tout d'abord, il serait pertinent pour la plateforme de collaborer avec certaines **fondations belges** dont les critères sociaux et environnementaux constituent une priorité. Ces fondations pourraient éventuellement apporter un soutien financier ou partager leur réseau afin de mieux faire connaître Solifin auprès de la société.

Puis, dans un deuxième temps, Solifin pourrait faire appel à des **entreprises spécialisées dans l'accompagnement et le suivi** de manière à proposer un service complet aux porteurs de projets allant du financement jusqu'à l'accompagnement.

Ensuite, la plateforme Solifin pourrait étendre son réseau tout en restant dans l'impact investing si elle faisait appel au soutien de **l'union européenne**. Cette aide pourrait s'effectuer grâce à l'apport de subsides ou par la diffusion d'annonces publicitaires pour faire connaître la plateforme.

Enfin, à une échelle mondiale, Solifin pourrait également collaborer avec **le GIIN**. D'une part, cette collaboration permettrait de faire connaître d'autres acteurs actifs dans l'impact investing au sein du GIIN. D'autre part, le GIIN pourrait apporter son expertise, son savoir et son large réseau auprès des membres de Solifin.

Bibliographie

Livres et ouvrages

- Akdeniz, C. (2015). *Exit strategy : the art of getting out smartly*. Allemagne : Best Business Books. Récupéré de <https://books.google.fr/books?id=8ftaCwAAQBAJ&pg=PP3&dq=exit+strategy&hl=fr&sa=X&ved=0ahUKEwjspLLq7t7jAhUNYxoKHaFEAoYQ6AEIODAC#v=onepage&q=exit%20strategy&f=false>
- Bugg-Levine, A. et Emerson, J. (2011). *Impact Investing : Transforming How we Make Money while Making a Difference*. San Francisco : Jossey-Bass. Récupéré de https://books.google.fr/books?id=LhxIwPYYhfEC&printsec=frontcover&dq=Impact+Investing:+Transforming+How+we+Make+Money+while+Making+a+Difference&hl=fr&sa=X&ved=0ahUKEwiOy_6mwdjjAhWHEBQKHUlfbZoQ6AEIKTAA#v=onepage&q=Impact%20Investing%3A%20Transforming%20How%20we%20Make%20Money%20while%20Making%20a%20Difference&f=false
- Gillet, P. et Salaber-Ayton, J. (2017). *The recent development and performance of ethical investments*. [Chapitre 31]. Routledge Handbook of Social and Sustainable Finance. Oxon: Routledge. Récupéré de https://books.google.be/books?id=_3V9DAAAQBAJ&pg=PT867&lpg=PT867&dq=Philippe+Gillet+and+Julie+Salaber-Ayton&source=bl&ots=P37FP_fJM5&sig=ACfU3U1EyDwvUJZVrYfAflbntr3QG75u2g&hl=fr&sa=X&ved=2ahUKEwiV2qbUp8riAhXPYVAKHWkWD8QQ6AEwAXoECAkQAA#v=onepage&q=Philippe%20Gillet%20and%20Julie%20Salaber-Ayton&f=false
- Godeke, S. et al. (2009). *Solutions for Impact Investors : From Strategy to Implementation*. New York : Rockefeller Philanthropy Advisors. Récupéré de https://thegiin.org/assets/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/53-1.pdf
- Loewenstein, M. J. (2013). *Benefit Corporations : A Challenge in Corporate Governance*. Colorado: The Business Lawyer. Récupéré de <https://pdfs.semanticscholar.org/a058/458bf79c3420109b4e10e4f6d8555f6ba7eb.pdf>
- Rodin, J. et Brandenburg, M. (2014). *The power of impact investment : putting markets to work for profit and global good*. Philadelphie : Wharton Digital Press. Récupéré de https://books.google.dk/books?hl=en&lr=&id=9Oo_BAAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR3&dq=Rod#v=onepage&q&f=false
- Wessel, S. (2013). Goals and Control of Family Offices : A Conceptual Framework. [Chapitre 3]. *Dans Goals, Control and Conflicts in Family Offices: A Conceptual and In-depth Qualitative Study (17-39)*. Allemagne : Springer Gabler. doi : 10.1007/978-3-658-02491-8_3

Articles scientifiques

Achleitner et al. (2011). Social Investment Manual : An Introduction for Social Entrepreneurs. Récupéré de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1884338>

Agrawal, A., & Hockerts, K. (2019). Impact investing : review and research agenda. *Journal of Small Business and Entrepreneurship*, 1–29.doi: 10.1080/08276331.2018.1551457

Alto, P. (2012). Impact Investing : Will Hype Stall its Emergence as an Asset Class? . *Social Space*. 40-47. Social Space. Récupéré de https://ink.library.smu.edu.sg/lien_research/96

Austin, J., Stevenson, H., et Wei-Skillern, J. (2012). Social and commercial entrepreneurship : same, different, or both? *Revista de Administração*, 47(3), 370–384.doi:10.5700/rausp1055

Barber, B. M., Morse, A., & Yasuda, A. (2017). Impact Investing. *SSRN Electronic Journal*. doi:10.2139/ssrn.2705556

Brest, P. et Born, K. (2013). Up for Debate : When Can Impact Investing Create Real Impact? . *Stanford Social Innovation Review*, 11 (4), 22-31. Récupéré de <https://community-wealth.org/sites/clone.community-wealth.org/files/downloads/article-brest-born.pdf>

Boutillier, S. (2008). L'entrepreneur social, un entrepreneur socialisé dans une société entrepreneuriale ? . *Humanisme et Entreprise*, 290(5), 41-60. doi:10.3917/hume.290.0041.

Bugg-Levine, A. et Emerson, J. (2011). Impact Investing : Transforming How We Make Money while Making a Difference. *Innovations*, 6 (3), 9-18. Récupéré de https://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/INOV_a_00077

Bugg-Levine, A. et Goldstein, J. (2009). Impact investing : harnessing capital markets to solve problems at scale. *Community Development Investment Review*, 5(2), 30-41. Récupéré de <https://community-wealth.org/content/impact-investing-harnessing-capital-markets-solve-problems-scale>

Bugg-Levine, A., Kogut, B et Kulatilaka, N. (2012). A new approach to funding social enterprises. *Harvard Business Review*. Récupéré de <https://hbr.org/2012/01/a-new-approach-to-funding-social-enterprises>

Certo, S. T., et Miller, T. (2008). Social entrepreneurship : Key issues and concepts. *Business Horizons*, 51(4), 267–271.doi:10.1016/j.bushor.2008.02.009

Clarkin, J. E. et L. Cangioni, C. (2016). Impact Investing : A Primer and Review of the Literature. *Entrepreneurship Research Journal*, 6(2). doi: 10.1515/erj-2014-0011

Defourny, J. (2004). L'émergence du concept d'entreprise sociale. *Reflets et Perspectives de La Vie Économique*, XLIII(3), 9. doi:10.3917/rpve.433.0009

Dumas, C., & Louche, C. (2015). Collective Beliefs on Responsible Investment. *Business & Society*, 55(3), 427–457.doi:10.1177/0007650315575327

Geczy, C. C., Stambaugh, R. F. et Levin, D. (2005). Investing in Socially Responsible Mutual Funds. *SSRN's eLibrary*. Récupéré de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.416380>

Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2012). Seeking Qualitative Rigor in Inductive Research. *Organizational Research Methods*, 16(1), 15–31.doi:10.1177/1094428112452151

Glänsel, G., et T. Scheuerle. 2016. "Social Impact Investing in Germany : Current Impediments from Investors' and Social Entrepreneurs' Perspectives." *Voluntas: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations* 27 (4): 1638–1668. doi: 10.1007/s11266-015-9621-z

Guézennec, C. et Malochet, G. (2013). L'impact investing pour financer l'économie sociale et solidaire ? Une comparaison internationale. Commissariat général à la stratégie et à la prospective, Document de travail n°2013-02. Récupéré de http://archives.strategie.gouv.fr/cas/system/files/dt - impact_investing - vu hm final le 21-06vcg9h00.pdf

Gupta, J., & Vegelin, C. (2016). Sustainable development goals and inclusive development. *International Environmental Agreements: Politics, Law and Economics*, 16(3), 433–448. doi:10.1007/s10784-016-9323-z

Hebb, T. (2013). Impact investing and responsible investing : what does it mean? *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 3(2), 71–74.doi:10.1080/20430795.2013.776255

Höchstädter, K. et Scheck, B. (2014). What's in a Name : An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132 (2), 449- 475. doi : 10.1007/s10551-014-2327-0.

Jackson, E.T. (2013). Interrogating the theory of change : evaluating impact investing where it matters most. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3 (2), 95-110. doi: 10.1080/20430795.2013.776257.

Knoll, M.S. (2002). Ethical Screening in Modern Financial Markets : The Conflicting Claims Underlying Socially Responsible Investment. *Business Lawyer*, 57 (2), 681-726. Récupéré de <http://www.jstor.org/stable/40688043>

Lazzarini et al. (2014). The Best of Both Worlds? Impact Investors and Their Role in the Financial versus Social Performance Debate. *U. of St. Gallen Law & Economics Working Paper* No. 2015-06. Récupéré de <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.2492860>

Mendell, M. et Barbosa, E. (2013). Impact investing : a preliminary analysis of emergent primary and secondary exchange platforms. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 3 (2), 111-123. Récupéré de <https://doi.org/10.1080/20430795.2013.776258>

Nicholls, A. (2010). The Institutionalization of Social Investment : The Interplay of Investment Logics and Investor Rationalities. *Journal of Social Entrepreneurship*, 1(1), 70–100.doi:10.1080/19420671003701257

Phillips, S. D., & Johnson, B. (2019). Inching to Impact : The Demand Side of Social Impact Investing. *Journal of Business Ethics*. doi:10.1007/s10551-019-04241-5

Quinn, Q. C. et Munir, K. A. (2017). Hybrid Categories as Political Devices : The Case of Impact Investing in Frontier Markets. From Categories to Categorization: Studies in Sociology, Organizations and Strategy at the Crossroads, 113–150. doi: 10.1108/s0733-558x20170000051002

Rangan, V. Kasturi, Appleby, S. et Moon, L. (2012). The Promise of Impact Investing. *Harvard Business Review*. Récupéré de <http://www.filantropia.org.co/archivo/attachments/article/198/Impact%20Investing.pdf>

Reeder, N., Colantonio, A., Loder, J., & Rocyn Jones, G. (2015). Measuring impact in impact investing : an analysis of the predominant strength that is also its greatest weakness. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(3), 136–154.doi:10.1080/20430795.2015.1063977

Roundy, P., Holzhauer, H., et Dai, Y. (2017). Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*, 13(3), 491–512. doi:10.1108/srj-08-2016-0135

Trelstad, B. (2016). Impact Investing: A Brief History. *Capitalism and Society*, 11 (2), 3-14. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2886088

Viviani, J.-L. (2018). Investissement à impact social : une approche financière. *Marché et Organisations*, 31(1), 173.doi:10.3917/maorg.031.0173

Vo, A. T., Christie, C. A., & Rohanna, K. (2016). Understanding evaluation practice within the context of social investment. *Evaluation*, 22(4), 470–488. doi:10.1177/1356389016669447

Article de revue ou de journal

Bayot, B. (2005). Les banques désarment. *Financité*. Récupéré de https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/200508_banques_desarmement.pdf

Brandenburg, M. (2010). Making the case for social metrics and impact investing. *Community Development Investment Review*. Récupéré de <https://www.frbsf.org/community-development/files/Brandenburg.pdf>

Financité (2016). Mettez votre banquier à nu. *Financité*. Récupéré de https://www.financite.be/sites/default/files/dossier_votre_banquier_a_nu_ph3.pdf

Fondation Roi Baudouin. (2017). L'investissement belge à impact : un outil de plus pour le développement dans les pays pauvres. Série : Zoom. Récupéré de <https://www.kbs-frb.be/fr/Activities/Publications/2017/20170421ND>

La Libre (2018). "Claim the Climate": environ 70.000 personnes dans les rues, "un formidable succès de mobilisation citoyenne" estime Charles Michel. *La Libre*. Récupéré de <https://www.lalibre.be/belgique/claim-the-climate-environ-70-000-personnes-dans-les-rues->

un-formidable-succes-de-mobilisation-citoyenne-estime-charles-michel-photosvideos-5c03bd03cd70fdc91bc0cc21

Dictionnaire spécialisé ou encyclopédie

Le petit Larousse. (2008). *Le petit Larousse illustré*. Paris, France : Larousse.

Communication lors d'une conférence

Brouard, F., Larivet, S. et Sakka,O. (2012, juin). *Défis et actions pour développer l'entrepreneuriat social*. Communication présentée à la conférence ANSER. Récupéré de <http://www.anser-ares.ca/files/conf11/papers/BrouardLarivetSakka.pdf>

Mémoire, thèse et syllabus

Grabenwarter, U. et Liechtenstein, H. (2011). *In Search of Gamma: An Unconventional Perspective on Impact Investing* (Workink paper). IESE Business School, Navarre. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2120040

Muhos, M. (2011) *Early Stages of Technology Intensive Companies* (Dissertation). University of Oulu, Oulu. Récupéré de <http://jultika.oulu.fi/files/isbn9789514294396.pdf>

Paquet, G., Schrooten, V. Simons, S. (2018). Réaliser et rédiger son mémoire en gestion. Syllabus. ICHEC, Bruxelles.

Rapport

Académie des entrepreneurs sociaux. (2016). *Baromètre des entreprises sociales en Belgique*. Liège : Académie des entrepreneurs sociaux. Récupéré de http://www.ces.uliege.be/wp-content/uploads/2017/12/Barome%CC%80tre2016AES_PUBLI.pdf

Addis, R., McLeod, J., et Raine, A. (2013). *Impact—Australia: Investment for social and economic benefit*. Canberra : Department of Education, Employment and Workplace Relations. Récupéré de https://impactinvestingaustralia.com/wp-content/uploads/impact-australia_nov_2013_2.pdf

Arosio, M. (2011). *Impact Investing in emerging markets, Issues for Responsible investors*. New York : Responsible Research. Récupéré de http://www.impact-value.com/attachments/File/impact_investing_in_emerging_markets.pdf

Bayot, B. et al. (2019). *Rapport 2019. L'investissement socialement responsable en Belgique*. Belgique : Financité. Récupéré de https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/rapport_isr_20190626 vfs_0.pdf

Business and Sustainable Development Commission. (2017). *Better Business, Better World*. Davos : Business and Sustainable Development Commission. Récupéré de <http://report.businesscommission.org/report>

Commission Nationale Climat. (2008). *Plan national climat de la Belgique 2009-2012*. Belgique : Commission Nationale Climat. Récupéré de https://www.climat.be/files/7813/8262/1900/PNC_2009-2012-2.pdf

EVPA. (2015). *A practical guide to measuring and managing impact*. Brussels : EVPA. Récupéré de <https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/measuring-and-managing-impact-a-practical-guide>

Finkelman, J. et Huntington, K. (2017). *Impact investing : history and opportunity*. Lincoln : Athena capital advisors. Récupéré de http://www.philanthropy-impact.org/sites/default/files/downloads/impact-investing-history-and-opportunity_1.pdf

GIIN. (2016). *Financing the Sustainable Development Goals : Impact Investing in action*. New-York : GIIN. Récupéré de https://thegiin.org/assets/Financing%20the%20SDGs_Impact%20Investing%20in%20Action_Final%20Webfile.pdf

GIIN. (2017). *Achieving the Sustainable development Goals: The role of Impact Investing*. New-York : GIIN. Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_Impact%20InvestingSDGs_Finalprofiles_webfile.pdf

GIIN. (2017). *Annual Impact Investor Survey*. New-York : GIIN. Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf

GIIN. (2018). *Annual Impact Investor Survey*. New-York : GIIN. Récupéré de https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf

Harji, K. et Jackson, E. T. (2012). *Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry*. New York : The Rockefeller Foundation. Récupéré de <https://assets.rockefellerfoundation.org/app/uploads/20120707215852/Accelerating-Impact-Full-Summary.pdf>

Justis,C.T. (2013). *Current Issues in Social Entrepreneurship: Funding and Finance*. San Francisco : Potrero group. Récupéré de <http://potrerogroup.com/files/Current-Issues-in-Social-Entr-v4.pdf>

Mernier, A. et Xhauffair, V. (2017). Les Fondations en Belgique. Belgique : HEC Liège. Récupéré de <http://labos.ulg.ac.be/philanthropie/wp-content/uploads/sites/3/2017/02/Fondations-en-Belgique.pdf>

Monitor institute. (2009). *Investing for social and environmental impact*. San Francisco : Monitor Institute. Récupéré de <https://www.issuelab.org/resources/5744/5744.pdf>

Netwerk Vlaanderen. (2004). *Une recherche sur les liens financiers entre les banques et les producteurs de certains systèmes d'armements controversés*. Belgique : Netwerk Vlaanderen. Récupéré de https://www.sortirdunucleaire.org/IMG/pdf/netwerkvlaanderen-2004-bombes_a_fragmentation_mines_terrestres_bombes_nucleaires_et_armes_a_l_uranium_app_auvri-liens_financiers_entre_les_banques_et_les_producteurs_de_certsains_systemes_d_armement_s_controverses.pdf

O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C. et Saltuk, Y. (2010). *Impact Investments : An emerging asset class*. Etats-Unis: J.P. Morgan. Récupéré de https://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/document/impact_investments_no_v2010.pdf

Rockefeller philanthropy advisors. (s.d.). *Impact Investing : an introduction*. New-York : Rockefeller philanthropy advisors. Récupéré de https://www.rockpa.org/wp-content/uploads/2017/10/RPA_PRM_Impact_Investing_Intro_WEB.pdf

Saltuk, Y., Bouri, A., Mudaliar, A., & Pease, M. (2013). *Perspectives on progress : The impact investor survey*. New York : J.P. Morgan. https://www.jpmorganchase.com/corporate/socialfinance/document/207350_JPM_Perspectives_on_Progress_2013-01-07_1018749_ada.pdf

Triodos. (2018). *Annual Report 2018*. Pays-Bas : Triodos. Récupéré de http://www.annual-report-triodos.co.uk/en/2018/servicepages/downloads/files/annual_report_triodos_ar18.pdf

World Economic Forum. (2013). *From the Margins to the Mainstream Assessment of the Impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors*. Suisse : World Economic Forum. Récupéré de http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf

Document interne

Xhaufflair, V. (2019, 6 juin). L'argent, levier d'impacts...Acteurs, méthodes, impacts. [Présentation Power Point]. Liège : HEC Liège.

Sites et pages web

Alterfin. (s.d.). *Investissons dans la microfinance et l'agriculture durable*. Récupéré le 4 mars 2019 de <https://www.alterfin.be/fr/investissons-dans-la-microfinance-et-lagriculture-durable>

Chroma. (s.d.). *Chroma impact investment*. Récupéré le 10 février 2019 de <https://www.chroma.eu>

Citizenfund. (s.d.). *Citizenfund cooperating for transition*. Récupéré le 13 mars 2019 de <https://citizenfund.coop/>

EVPA. (s.d.). *About EVPA*. Récupéré le 11 avril 2019 de <https://evpa.eu.com/about-us/about-evpa>

Financité. (s.d.). Lexique de l'investissement socialement responsable. Récupéré le 8 juillet 2019 de <https://www.financite.be/fr/article/lexique-financier>

Inclusio. (s.d.). *Société d'investissement immobilier à vocation sociale*. Récupéré le 4 février 2019 de <http://www.inclusio.be/>

IRIS. (2019). *IRIS*. Récupéré le 4 février 2019 de <https://iris.thegiin.org/>

Kantar TNS. (2018). À propos de nous. Récupéré le 11 avril 2019 de <https://www.tnsglobal.be/operations/fr/qui-sommes-nous/propos-de-nid>

Philanthropie investissement social. (2014). La philanthropie. Récupéré le 4 février 2019 de <http://labos.ulg.ac.be/philanthropie/nos-recherches/la-philanthropie/>

Phitrust. (s.d.). *La Varappe*. Récupéré le 4 février 2019 de <https://www.phitrust.com/societe/la-varappe/>

Scale up. (s.d.). *Scale up fund*. Récupéré le 10 février 2019 de <https://www.scale-up.fund/>

SI2 fund. (s.d.). *Investing for sustainable societal impact*. Récupéré le 10 février 2019 de www.si2fund.com

Sources orales

Madame R. (2019, 7 mars). *Investment manager chez Telos impact*. [Entretien]. Bruxelles.

Madame V. (2018, 19 décembre). *Senior associate chez Kois invest*. [Entretien]. Bruxelles.

Madame X. (2019, 12 mars). *Secrétaire générale chez Innovation fund*. [Entretien]. Bruxelles.

Madame Y. (2019, 1 juillet). *Directrice adjoint du développement des affaires chez Lita.co*. [Entretien téléphonique]. Bruxelles.

Monsieur S. (2018, 18 décembre). *Responsable de Phitrust Partenaires pour la Belgique*. [Entretien]. Bruxelles.

Monsieur S. (2019, 11 mars). *Responsable de Phitrust Partenaires pour la Belgique*. [Entretien]. Bruxelles.

Monsieur T. (2019, 2 juillet). *Codirecteur de Trividend*. [Entretien téléphonique]. Bruxelles.

Monsieur U. (2018, 27 novembre). *Managing director et co-founder de Chroma*. [Entretien]. Braine-l'Alleud

Monsieur W. (2018, 5 décembre). *Analyste d'impact chez SI2 fund*. [Entretien]. Bruxelles.

Table des annexes