

Haute Ecole

Groupe ICHEC – ISC ST-LOUIS – ISFSC



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

Quels sont les effets de l'ambiguïté sur l'efficacité de l'*impact investing* ?

Mémoire présenté par

MUMENGI TSHIKUDI Olivier Henri

Pour l'obtention du diplôme de

Master en Gestion de l'Entreprise

Année académique 2019-2020

Promoteur :

Madame Christel DUMAS

L'ambiguïté est une richesse

— Jorge Luis Borges

Haute Ecole

Groupe ICHEC – ISC ST-LOUIS – ISFSC

ICHEC

BRUSSELS MANAGEMENT SCHOOL

Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

Quels sont les effets de l'ambiguïté sur l'efficacité de l'*impact investing* ?

Mémoire présenté par

MUMENGI TSHIKUDI Olivier Henri

Pour l'obtention du diplôme de

Master en Gestion de l'Entreprise

Année académique 2019-2020

Promoteur :

Madame Christel DUMAS

Boulevard Brand Whitlock 2 – 1150 Bruxelles

Remerciements :

Je voudrais dans un premier temps remercier mon promoteur de stage, Mme Dumas Christel, pour sa disponibilité, malgré le contexte extraordinaire qui caractérise cette année académique, pour ses encouragements et ses conseils avisés sur ce mémoire.

Je tiens également à exprimer ma gratitude à l'ensemble des mes anciens collègues de chez Inventures Investment Partners, qui en quatre mois ont su me convertir thème qui fait l'objet de ce mémoire, à savoir à savoir Olivier De Duve, Alex Houtart, Laurent Jouret, Ines Mertens, Sarah Kawa, Bruno de Radzitzky, Deidre Lockhart, et Aurian Le Clercq.

Je souhaite aussi remercier les personnes interrogées dans le cadre de mon mémoire, qui ont su se montrer disponibles, malgré leur emploi du temps chargé, et la crise sanitaire dû à la pandémie de la Covid-19.

Enfin je remercie ma famille pour le soutien inconditionnel dans l'aboutissement de ce mémoire, qui vient ponctuer ce Diplôme de Master.

Engagement Anti-Plagiat du Mémoire

« Je soussigné, MUMENGI, Olivier, 2019-2010, déclare par la présente que le Mémoire ci-joint est exempt de tout plagiat et respecte en tous points le règlement des études en matière d'emprunts, de citations et d'exploitation de sources diverses signé lors de mon inscription à l'ICHEC, ainsi que les instructions et consignes concernant le référencement dans le texte respectant la norme APA, la bibliographie respectant la norme APA, etc. mises à ma disposition sur Moodle.

Sur l'honneur, je certifie avoir pris connaissance des documents précités et je confirme que le Mémoire présenté est original et exempt de tout emprunt à un tiers non-cité correctement. »

Dans le cadre de ce dépôt en ligne, la signature consiste en l'introduction du mémoire via la plateforme ICHEC-Student.

Table des matières

Introduction	1
Énoncé du sujet	1
Motivation du sujet	3
Formulation de la problématique	4
Méthodologie	5
Partie 1. L'impact investing selon la littérature académique.....	6
1. L'impact investing, l'émergence d'un concept subtil	6
1.1. Mission, vision, valeurs et objectifs	6
1.2. Définition, principes et caractéristiques	8
1.3. Positionnement, similarités et différences	12
2. Un écosystème impact investing hétéroclite.....	16
2.1. Les parties prenantes	16
2.2. Demande de financement	18
2.3. Offre de financement.....	22
Partie 2. L'impact investing face à l'ambiguïté	30
3. De l'ambiguïté à l'efficacité ?	30
3.1. Définition de l'ambiguïté	30
3.2. Définition de l'efficacité.....	32
3.3. De l'ambiguïté à un marché	34
4. Méthodologie de recherche	41
4.1. Question de recherche.....	41
4.2. Outil de récolte de données	41
4.3. Collecte de données.....	41
4.4. Analyse des données.....	44
4.5. Interprétation des données	45
5. Présentation des résultats.....	46
5.1. Approche diagnostique.....	46
5.2. Approche pronostique	51
5.3. Approche motivationnelle	54
6. Discussion.....	59
6.1. Rapprochement entre la littérature et le résultat empirique	59
6.2. Le niveau d'ambiguïté du marché l'impact investing belge	60

6.3.	Le niveau d'efficacité du marché de marché de l'impact investing belge.....	62
7.	Conclusion	63
7.1.	Conclusion personnelle.....	63
8.	Recul critique et limites.....	64
8.1.	Sur le concept.....	64
8.2.	Sur la phase de recherche.....	64
8.3.	Sur le travail fourni.....	64
	Bibliographie.....	65

Introduction

Énoncé du sujet

“*The Social Responsibility of Business is to increase its Profits*” est le titre du célèbre article du prix Nobel 1976 de l'économie Milton Friedman (1912-2004) paru en 1970 dans le magazine américain *The New York Times*, où il défendait l'idée selon laquelle l'unique motivation de l'entreprise serait de maximiser son profit sur le long-terme afin de satisfaire les attentes de ses actionnaires, et que toute tentative d'adosser des responsabilités sociétales et environnementales aux entreprises s'accorderait à de la démagogie. Ce paradigme a fait l'objet du procès mené contre le modèle de croissance des entreprises, reprochées de se focaliser sur l'accumulation du profit, sans donner de l'importance à la création de valeur sociétale.

En parallèle, cette présumée Responsabilité Sociale des Entreprises (RSE) s'accompagne dans les années 1990 du mouvement de Développement Durable (Combes, 2005 ; Acquier et Aggerri, 2007 ; Capron et Quairel-Lanoizelée, 2010) qui né officiellement en 1987 de l'initiative de l'Organisation des Nations Unies (ONU), et adressé originellement aux États (Bon et al., 2013). Développement durable pour les nations, RSE pour les entreprises, ces notions, dans le discours, s'adressent à la mondialisation et aux modèles de croissance des économies pour contrer les externalités négatives du capitalisme. Et pourtant, ces trois dernières décennies ont vu se succéder des crises économiques d'origines diverses (Vilanova, 2012), des nouvelles craintes écologiques, et l'épuisement des ressources naturelles (Bajenaru-Declerck, 2009). Si bien qu'aujourd'hui le sentiment d'urgence est toujours présent. En effet, si dans le discours, la RSE et le développement durable sont connus de tous, les crises économiques et les enjeux écologiques d'actualité remettent en cause l'efficacité de ces concepts dans la pratique.

Parmi les crises à retenir, la récente crise dite des « *subprimes* » de 2007-2008 d'origine financière, à elle seule, symbolise l'urgence d'intégrer une dimension sociale à la finance. En outre, après les notions de développement durable pour les nations, de RSE pour les grandes entreprises, le mouvement de durabilité s'est transféré vers la finance. En effet, les conclusions tirées de la récession économique ont permis de confirmer les théories économiques des « cycles » (Aimar, T., Bismans, F. et Diebolt, 2009), qui nous enseignent qu'il existe une corrélation significative entre les performances des marchés financiers et l'activité économique.

En outre, le secteur financier se voit assigner de créer de la valeur sociale pour influencer les dynamiques économiques durables. C'est avec cet avant-gardisme qu'en 2007-2008 se sont réunis les pionniers de l'investissement durable au centre Bellagio de la Fondation Rockefeller en Italie, avec comme thème la problématique d'une finance utile et positive, et où l'on verra apparaître pour la première fois le terme d'**impact investing** (dont on préférera ici son appellation anglo-saxonne à sa traduction française Investissement à Impact social peu démocratisée) : une nouvelle forme d'investissement qui allie rendement financier et création de valeur sociétal (Harji et Jackson, 2012).

En effet l'*impact investing* vient proposer un nouveau contrat, entre la finance et la société, s'alignant pour un capitalisme socialement inclusif (Dacin et al. 2011). pour en réponse aux effets néfastes du capitalisme. Cependant, les préjudices de la dernière grande contraction économique de 2007-2008, dû entre autres, à une financiarisation importante de l'économie, ajouter à cela l'émergence des réseaux sociaux et de l'accès à l'information, ont eu pour conséquence d'impacter la confiance de l'opinion générale envers le secteur financier, et dix ans plus tard, ces tensions existent toujours (Voisin et Bellon, 2019).

Et Pourtant, la réalité est telle que l'organisation d'une société ne peut se faire sans l'intervention des services financiers, en effet, la finance remplit essentiellement quatre missions indispensables au bon fonctionnement de celle-ci (Pitt-Watson et Mann, 2007) : elle garde l'argent en toute sécurité, elle facilite les paiements, elle partage les risques, et elle sert d'intermédiation. Cependant les récentes crises financières ont obscurci le rôle de la finance dans l'esprit des citoyens, générant en contrepartie une vague de critiques à son encontre que l'on peut regrouper en 5 points (Dumas, 2019) : l'opacité et la complexité du secteur, la déconnexion avec le monde réel, les asymétries d'information, son impact démesuré sur l'activité économique réelle, et son manque de biodiversité. Sous les feux de la rampe, après avoir été à l'origine de tous les maux, le système financier doit désormais renouer un nouveau contrat social avec la société, en remettant son modèle en cause et en s'engageant pour une fonction d'utilité positive au service de la société, de l'environnement, et pour une économie plus durable.

L'*impact investing* vient postuler comme une solution redonnant l'utilité du secteur financier par l'investissement. Car si la spéculation financière qui caractérise la crise des *subprimes* a démontré son impact négatif sur l'économie réel, l'aide extérieur, désintéressée, et symbolisée par la philanthropie n'a pas non plus démontrée son efficacité à soutenir un développement durable (Snowdon, 2009), surtout lorsqu'elle se substitue à l'État, aux entreprises, et aux acteurs censés composer l'économie concernée. Suivant cette analyse, même si au premier abord l'investissement classique et la philanthropie partent sur des motivations diamétralement opposées, on y trouve des externalités négatives communes qu'ils peuvent avoir sur une société et son économie : bénéfiques à court terme, catastrophique à long terme.

C'est donc avec l'ambition de proposer une alternative gagnant-gagnant que l'*impact investing* s'inscrit comme un compromis proposant une nouvelle forme d'investissement qui alignerait rendement financier et impact social sur une même échelle dans la stratégie d'investissement du détenteur de capital.

Véritable marché d'avenir valorisé à \$502 milliards selon l'étude du *Global Impact Investing Network* (GIIN, 2019), l'*impact investing* séduit, et suscite un intérêt grandissant tant chez les investisseurs qui y trouvent un moyen de contribuer au développement durable, que chez les entrepreneurs qui y voient une source de financement supplémentaire. Pour autant, le marché est victime de son originalité, dans le sens où l'appréhension du concept varie selon les acteurs mentionnés précédemment. L'ambiguïté s'observe lors de l'évaluation des rendements, là où certains pensent que faire de l'*Impact Investing* reviendrait à faire une croix

sur le profit, d'autres sont convaincus qu'en faire serait uniquement réservé à ceux qui ont des vertus durables et solidaires, or l'un n'empêche pas l'autre. Nous verrons dans la partie « formulation de la problématique » comment ce raisonnement nous a emmené à notre question de recherche.

Motivation du sujet

What is our purpose in Life? J'ai quitté ma famille et mon pays d'origine le Congo-Kinshasa pour poursuivre des études universitaires en France à la Faculté des Sciences Économiques de Rennes 1 en Bretagne tentant de répondre à cette question ontologique. Après deux années d'adaptation compliquées où le mal du pays se faisait de plus en plus ressentir, cette interrogation revint s'intensifier dans mon esprit : pourquoi j'étudie ? Pour avoir un bon travail ? Un bon salaire ? Est-ce la recherche d'un bon salaire qui me fera me lever tous les matins ? Et si tel est le cas, qu'est-ce qu'un bon salaire ? Bref, voilà les préoccupations qui m'accompagnaient durant mes premiers pas dans les études supérieures.

Et c'est en 2017, aboutissant mon diplôme de licence (l'équivalent du bachelier), que je commençais à entrevoir une ébauche de réponse à ma problématique. En effet, pour valider le diplôme de licence, il fallait effectuer un stage de fin de cycle, et j'ai saisi cette occasion pour l'effectuer au Congo-Kinshasa dans une institution financière de microcrédit – la banque i-Finance. Cette expérience s'est avérée être une étape majeure pour mon choix de parcours professionnel et pour la suite de mes études, car j'ai constaté une autre économie du pays dans lequel j'avais pourtant passé la plus grande partie de ma vie.

En fait, si la finance durable était un arbre, la microfinance en serait une branche : un concept popularisé par l'économiste bangladaise et Prix Nobel de la paix Dr. Muhammad "banquier des pauvres" Yunus qui crée la première institution de microcrédit en 1976, la Grameen Bank. Très répandu dans les pays en développement où elle concerne la majeure partie de la population, la microfinance a pour mission de proposer des services financiers aux marginalisés des banques classiques en raison de leurs profils de risque, entre autres, en accordant des microcrédits, des conseils stratégiques et de l'expertise dans la gestion de la trésorerie aux petits entrepreneurs générant peu voire quasiment pas de revenus – typiquement, la "maman" qui vend des produits alimentaires dans un stand au coin de la rue par exemple.

C'est donc en tant qu'agent de crédit que j'ai eu à expérimenter les réalités du terrain, précisément lorsque la direction de la banque a dû procéder à des mesures d'urgences amorçant une vague d'opérations de recouvrement de créance, en plus d'une réduction massive d'effectif (il ne passait pas une semaine sans qu'un collègue ne soit convoqué dans le bureau des ressources humaines afin de calculer son « décompte final ») pour tenter de répondre à une crise de liquidité. Hormis la mauvaise conjoncture économique du pays de l'époque, qui construisait à juste titre l'argumentaire de défense des clients douteux, force était de constater le désarroi dans lequel évoluaient ces entrepreneurs : sans soutien stratégique, sans assistance financière, sans aucune expertise permettant le développement de leurs activités.

De retour en Europe pour entamer le deuxième cycle universitaire, mon choix d'orientation s'était affiné, j'avais réussi à concilier travail et utilité sociale, et mon option de spécialisation s'est naturellement dirigée vers la finance, et plus particulièrement vers la finance d'entreprise, dans le but à long terme de me professionnaliser dans les activités évoquées plus tôt, d'où mon orientation en finance à l'ICHEC.

Par conséquent, c'est dans cet état d'esprit que j'effectuais mes recherches de stage. Quotidien d'un étudiant lambda, après plusieurs CV et lettres de motivation envoyés, les retours, s'ils n'étaient pas négatifs, se faisaient aussi rares que le temps passait. Et Pourtant, alors que j'étais sur le point de revoir mes ambitions à la baisse, c'est en parcourant les offres postées sur le site de l'ICHEC Alumni que je tombe sur une offre de stage du fonds « impact », Inventures Investment Partners, qui dans la description du poste déclarait une stratégie d'investissement tournée vers des start-ups générant un rendement financier en plus de rendement social et environnemental. Avant de postuler, je me renseigne sur la compagnie et le marché en question, car je venais de découvrir deux nouveaux concepts : le *venture capital* et l'*impact investing*. Deux concepts en ligne avec mes ambitions personnelles, c'est donc avec conviction que je postule, et que je reçois un retour positif.

Ce qui m'a le plus séduit dans cette opportunité, en plus de la mission du fonds, est le mode de fonctionnement d'un fonds *venture capital* : dénicher des jeunes entreprises innovantes et les accompagner dans leurs phases de croissance en mettant à leurs dispositions du capital, mais aussi, des conseils stratégiques et un réseau, pour les aider à atteindre leurs objectifs de croissance, en occurrence financiers et sociétaux.

Formulation de la problématique

Pour finir, la réflexion sur ma question de recherche a commencé à prendre forme lors de mon entretien d'embauche pour le stage, où l'*investment manager* m'expliquait tout l'enjeu derrière l'*impact investing*, comment le reste de l'équipe étaient passionnés par la cause, pourquoi ils étaient convaincus que l'*impact investing* était le futur de l'investissement, et ce fut assez pour me convertir à la mission.

Mon expérience chez Inventures aura duré quatre mois. Pendant cette période de stage, j'ai pu constater que l'*impact investing* était une innovation financière qui n'était pas comprise de la même façon par tout le monde. En effet, j'ai eu à assister à quelques « pitches » de brillants entrepreneurs qui pensaient s'inscrire dans le marché impact, mais qui après examens approfondis ne cadrait pas les critères *impact investing*, du moins, selon le fonds d'investissement. Si bien qu'en parallèle, j'ai assisté à quelques conférences visant à vulgariser le concept *impact investing*, où j'ai eu l'impression que le concept n'était pas non plus clair dans l'entendement des entrepreneurs. Finalement, un concept peut être éloquent dans le discours, mais sa pertinence dans la pratique ne se vérifie pas toujours, d'où la problématique du mémoire :

Quels sont les effets de l'ambiguïté sur l'efficacité de l'*impact investing* ?

Méthodologie

La réponse à notre question de recherche s'articulera essentiellement en deux parties : Une analyse de la littérature sur l'*impact investing*, l'ambiguïté, et l'efficacité, et une deuxième partie qui consistera à faire un état des lieux de des effets de l'ambiguïté sur le marché de l'*impact investing* belge.

La méthodologie du travail suivra fera l'objet d'une recherche qualitative, et se présenté en profondeur dans le chapitre quatre : Méthodologie de recherche.

Partie 1. L'*impact investing* selon la littérature académique

Dans cette première partie, nous allons analyser l'*impact investing*, tout en relevant, exposant, et examinant les caractères ambigus qui lui sont propres, et que l'on retrouve dans la littérature académique.

1. L'*impact investing*, l'émergence d'un concept subtil

Ce premier chapitre décompose l'*impact investing* en s'appuyant sur la littérature académique et un certain nombre de documents professionnels. En outre, de son origine à ses évolutions récentes, l'*impact investing* a toujours fait l'objet de vifs débats. En plus d'analyser le sujet, cette partie s'attèlera à exposer les points de divergence que l'on retrouve dans le concept de l'*impact investing*, en commençant par les deux termes qui composent la pratique : l'impact et l'investissement.

1.1. Mission, vision, valeurs et objectifs

L'impact au sens sociétal

Etymologiquement, le dictionnaire Larousse définit l'impact comme « l'effet produit par quelque chose ». Cette définition vague qui laisse la place à plusieurs interprétations est affinée par l'*international Association for Impact Assessment* (IAIA) – Association internationale de professionnels concernée par le développement durable – qui y ajoute la notion d'évaluation, qui permet entre autres d'observer les conséquences futures d'une action. Adapté à l'*impact investing*, la notion d'impact renverrait aux changements sociaux et/ou environnementaux qu'engendrerait un investissement de ce type (Vanclay, 2003).

L'investissement durable

Dans les théories économiques contemporaines, les individus, que ce soient des personnes physiques ou morales, sont considérés comme des agents rationnels (Denant-Boemont et L'Haridon, 2013). Cette rationalité suppose que ces agents investissent en plaçant leur épargne dans le but de maximiser leur profit à long terme (Viviani, 2018). Seulement, des études récentes viennent nuancer ce postulat (Sen, 1987), soutenant qu'une grande partie des acteurs économiques intégreraient de plus en plus des préférences sociétales dans leurs choix d'investissement (Fehr et Schmidt, 1999, 2003 ; Nicholls et al., 2009 ; Nicholls, 2010 ; Statman 2004 ; Beal et al., 2005 ; Bollen, 2007 ; Dorfleitner et Utz, 2014 ; Williams, 2017). C'est dans ce contexte que naissent des termes comme Investissement durables (Eurosif, 2016), ou encore d'Investissement responsable et solidaire (Financité, 2019).

Ainsi, se construit un engouement autour de l'*impact investing* (Barclays, 2017), attiré par les missions sociétales que caractérisent les investissement impacts (Guézennec et Malochet, 2013).

Notons que dorénavant, les investisseurs à impact social, en anglais *impact investors*, seront désignés vulgairement par « investisseurs impacts » dans la suite de notre mémoire.

Les investisseurs impacts (Elkington et Hartigan, 2008), font donc référence à cette nouvelle catégorie d'acteurs qui souhaitent investir au sens de la théorie économique, tout en espérant que leur investissement générera un impact positif sur la société et/ou sur l'environnement (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Nous analyserons dans le chapitre qui suit, les spécificités que l'*impact investing* recommande dans la pratique à ces acteurs, et constaterons que l'identification de ces acteurs n'est pas toujours évidente.

Les Objectifs de Développement Durable

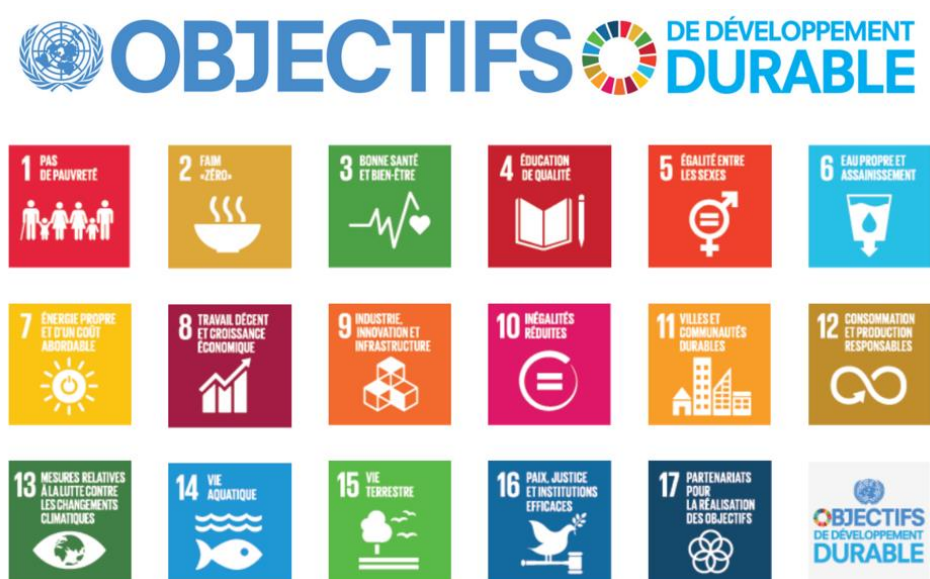


Figure 1. Les Objectifs de Développement Durable des Nations Unies

Source : Ministère de l'Europe et des Affaires étrangères

En outre, depuis 2015, les investisseurs impacts disposent d'un plan d'action adopté par les 193 états membres de l'Organisation des Nations Unies (ONU) : les objectifs de développement durable (ODD) (figure 1). Les ODD ou SDGs en anglais (*Sustainable Development Goals*), qui viennent succéder aux Objectifs du Millénaire pour le Développement, recensent 17 objectifs fondamentaux étroitement imbriqués contenant eux-mêmes 169 sous-objectifs plus précis (*sub-SDGs*), allant de l'éradication de la pauvreté dans le monde à la préservation de la planète en passant par la réduction des inégalités sous tous ses aspects d'ici 2030 (GIIN, 2017).

Notons également qu'au-delà de leur mission sociale, la réalisation des SDGs ouvrent des opportunités économiques d'une valeur chiffrée à \$12 000 milliards (*Sustainable Development Commission*, 2017).

1.2. Définition, principes et caractéristiques

Définition

L'*impact investing* est considéré comme un marché émergent justifiant l'hétérogénéité de sa définition selon les articles scientifiques qui en abordent le sujet (Arosio, 2011 ; Harji et Jackson, 2012). À ce terme, s'ajoute une pléthore de synonymes portant à confusion tels que *social investment* (Ashta, 2012), *social finance* (Martin, 2013), ou encore *social enterprise investment* (Laing et al. 2012). Néanmoins, un consensus s'accorde sur deux points essentiels régissant la pratique du concept : le rendement financier et l'impact sociétal.

En effet, l'*impact investing* s'appuie sur le concept de *blended value* (Emerson et Bonini, 2003 ; Godeke et Pmares 2009 ; Monitor Report, 2009), qui se base sur le principe des « 3P » de la *triple bottom line* (Elkington, 2004 ; 2006) : « *Profit, People, Planet* » en français « Profit, Personnes, Planète ». La notion de *blended value* peut être illustrer par l'image suivante :

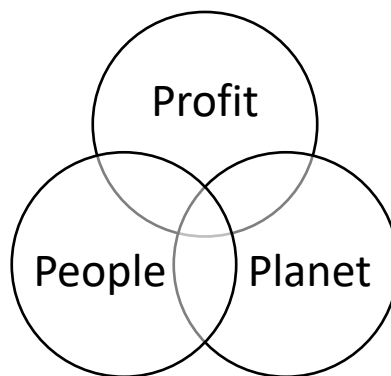


Figure 2. Le concept de *blended value*

Source : Reproduit de Jed Emerson

L'idée derrière ce concept, où l'*impact investing* trouve ses fondements, serait que l'intégration de ces valeurs en un corpus serait plus efficace dans la quête d'un développement durable global que si ces trois éléments étaient poursuivis indépendamment.

Toujours est-il qu'à ce stade, il conviendrait de retenir la définition apportée par le GIIN. Ce dernier décrivant l'*impact Investing* comme « étant un investissement générant volontairement un impact social et/ou environnemental positif et mesurable en plus de produire un gain financier ». Une autre définition de référence communément acceptée est celle exprimée par l'International Taskforce on Impact Investing en 2013 à Londres, lors du G8, décrivant l'*impact investing* comme « un investissement qui cible de manière intentionnelle des organisations qui dégagent un résultat social en même temps que financier, qui établissent des objectifs sociaux mesurables et qui en mesurent régulièrement leur accomplissement ».

En outre, la définition de l'*impact investing* s'articule autour de quatre piliers fondateurs : l'intentionnalité (Brown et Swersky, 2012 ; Addis et al., 2013 ; Boerner, 2012), la mesure de l'impact (O'Donohue et al., 2010), le rendement financier (Evenett et Richter, 2011), et un dernier pilier rarement mentionné explicitement dans la littérature lorsqu'il n'est pas oublié, le principe de l'additionnalité de l'*impact investing*. On peut illustrer ces quatre piliers avec la représentation suivante :

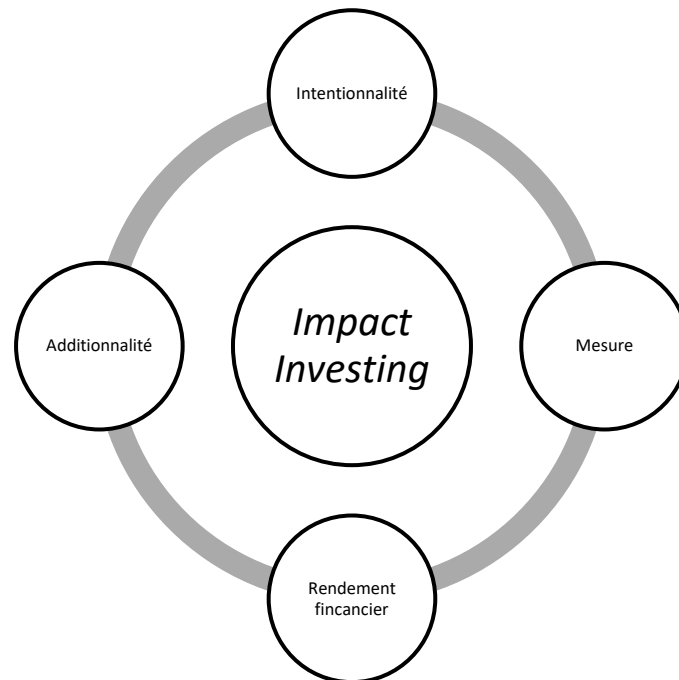


Figure 3. Les quatre piliers de l'*impact investing*

À noter que dorénavant, « l'investissement à impact social et/ou environnemental » sera simplement traduit par « investissement impact », pour faciliter la lecture.

L'intentionnalité de l'impact social et/ou environnemental

« *Impact investing is a sub-set of responsible investing. Here the investor intentionally invests to achieve positive and social and environmental impact...* » (Hebb, 2013). En effet, le pilier d'intentionnalité représente l'engagement et la volonté de l'investisseur impact de créer un impact positif social et environnemental. (Addis et al., 2013 ; Boerner, 2012). Ce critère figure au premier plan de la définition de l'*impact investing*, en opposition à un investissement qui créerait involontairement une externalité positive sur la société et/ou sur l'environnement (Brown et Swersky, 2012). Ainsi, séparer l'impact de l'intention permettrait d'inscrire l'investisseur dans une démarche active, donnant du poids à sa motivation de générer un impact social et/ou environnemental (Brest et Born, 2013).

La mesure de l'impact social et/ou environnemental

« *Two key components of this definition are, first, the intent of the investor to achieve such impacts, and second, tangible evidence of the impacts themselves...* » (Jackson, 2013b). En effet, après le pilier d'intentionnalité, l'investissement doit démontrer sa mission sociale et/ou environnementale. Et pour prouver la pertinence de son action, l'investisseur doit être en

mesure d'évaluer, de mesurer, et de suivre dans le temps la valeur sociétale créée (O'Donohue et al., 2010).

Et pourtant, cet aspect est toujours flou et en processus de standardisation (Tekula et Shah, 2016). En effet, la littérature académique ne parvient pas à proposer une méthode de mesure de l'impact qui permettrait à l'investisseur de quantifier, efficacement et sur le long terme, les bénéfices sociétaux (Weber, 2016). Et pourtant, ce paramètre est tout aussi déterminant pour l'investisseur qui aimerait connaître l'étendue de sa capacité à contribuer à l'atteinte des objectifs sociétaux, que pour l'entreprise bénéficiaire qui souhaiterait suivre sa marge de progression dans le temps.

Cependant, les progrès sur le sujet ont permis à l'*impact investing* de se doter du concept de la « *theory of change* » (Jackson, 2013). Par la *theory of change*, aussi appelée « *program theory* », l'investisseur et sa cible établissent un « plan d'impact » où ils analysent les hypothèses d'impacts, leurs conséquences, et leurs résultats sur l'objectif sociétal visé (Jackson, 2013). Une fois le programme terminé, la *theory of change* emmène les protagonistes à se poser les questions suivantes : « Est-ce que le programme est valide, approprié, pertinent et précis ? Est-ce que les changements espérés évoluent dans la direction souhaitée ? Il y a-t-il d'autres paramètres, ou dynamiques qui rentreraient en jeu ? Il y a-t-il des acteurs externes ou des facteurs exogènes qui menaceraient la dynamique de changement ? Il y a-t-il des obstacles qui bloqueraient ou rendraient la *theory of change* inefficace ? (Jackson, 2013).

En outre, l'application de la *theory of change* est considérée comme simple et efficace, pouvant également être combinée avec les autres méthodes de mesure (Jackson, 2013). La *theory of change* est compatible notamment avec l'*Impact Reporting and Investment Standards* (IRIS), développée en 2008 par le GIIN, qui propose un catalogue d'indicateurs qualitatifs et quantitatifs permettant de mesurer la performance financière, opérationnelle, sociale et environnementale d'un investissement impact (GIIN, 2018). À cet indicateur s'ajoute le *Global Impact Investing Rating System* (GIIRS), opérationnalisé en 2010 à l'initiative l'organisation non gouvernementale américaine à but non lucratif B Lab, qui fonctionne comme son homologue *Standard and Poor's*, sauf qu'au lieu d'attribuer des notes de solvabilité, le GIIRS va attribuer une note à une organisation en prenant en compte un certain nombre d'indicateurs de performances sociaux et environnementaux (Jackson, 2013 ; B Lab, 2018).

Sinon, depuis 2000 émerge un concept développé par le fond *Venture Philanthropy* californien *Robert Enterprise Development Fund* (REDF), le « *Social Return on Investment* » (SROI) (Hajri, 2008a ; SROI Network). Cet indicateur est aussi utilisé en complément du IRIS par le GIIN (GIIN, 2011), et se définit comme le rapport entre la valeur nette du bénéficiaire social et la valeur nette de l'investissement, et si le résultat est positif, alors l'investissement est créateur de valeur sociétale (Hajri, 2008b ; Mook, 2013 ; Mook, Quarter, and Richmond, 2007). Cependant, cette approche est jugée assez complexe (Torjman, 2012 ; Tuan, 2008), surtout parce qu'il faut pouvoir attribuer une valeur monétaire à l'impact.

En outre, les méthodes d'évaluation citées ci-dessus sont les plus communes. Mais il en existe beaucoup d'autres, qui lorsqu'elles ne sont pas complètes, se mélangent entre elles, de quoi soutenir l'ambiguïté de ce deuxième pilier de l'*impact investing*.

La rentabilité financière de l'investissement impact

« L'exigence de rentabilité financière minimale distingue l'investissement à impact social, des subventions et de la philanthropie » (Viviani, 2018). Effectivement, le troisième pilier de l'*impact investing* exige que l'investissement impact soit destiné à des projets financièrement viables, du moins à long terme. Par conséquent, on retrouve dans l'*impact investing* tous les types de financements que l'on retrouve dans la finance classique, à savoir : le financement en capital, le financement par la dette, et les financements convertibles qui mélangent les deux (Bugg-Levine, Kogut et Kulatiliaka, 2012). D'ailleurs, tout comme les actions, les obligations, les matières premières, les cryptomonnaies et autres produits financiers, en se référant à la définition d'une catégorie d'actifs que donne le *Chartered Financial Analyst Institute (CFA Institute)*, l'*impact investing* serait considéré comme un actif qui pourrait intégrer le portefeuille d'actions de plusieurs types d'investisseurs car il répond aux cinq critères suivants (O'Donohoe, Leijonhufvud et Saltuk, 2010) :

- Il inclut un ensemble d'actifs relativement homogène ;
- Il est mutuellement exclusif ;
- Il offre une possibilité de diversification ;
- En tant que groupe, il peut constituer une prépondérance de la richesse « investissable » mondiale ;
- Il peut avoir la capacité de constituer la majorité du portefeuille d'un investisseur sans en affecter significativement sa liquidité.

Cependant, la majorité de la littérature laisse la question du niveau de rentabilité financière attendue de l'investissement impact ouverte (Clark et al., 2012 ; Louche et al., 2012). C'est ainsi qu'on observe une dichotomie idéologique qui sépare les académiques dans l'approche de l'*impact investing* sur cet angle (Evenett et Richter, 2011 ; Best et Harji, 2013 ; Narain et al., 2012 ; Arosio, 2011).

Cette dichotomie scinde la littérature entre ceux qui avancent que le niveau de rentabilité financière exigé d'un investissement impact peut être tout aussi bien inférieur ou égale à celui du marché (Evenett et Richter, 2011), ou bien tout simplement se limiter à la récupération du capital investi (Ashta, 2012), de ceux qui se positionnent plutôt pour une rentabilité financière supérieure à celle du marché (Best et Harji, 2013). Ainsi, on retrouve dans l'*impact investing* une approche qui viserait à classer les investisseurs impacts selon leur dimension sociale et financière (Viviani, 2018) : entre ceux qui auront tendance à privilégier l'impact social et/ou environnemental n'exigeant pas une rentabilité importante et ceux qui sont plus orientés profit (Europe : SRI, 2012 ; Ruttman, 2012). Entre ceux qui maximisent l'impact, et ceux qui maximisent le profit, Freireich et Fulton (2009) les ont étiquetés respectivement d'investisseurs « *impact first* » et d'investisseurs « *finance first* » (Freireich et Fulton, 2009 ; Monitor Report, 2009).

Par ailleurs, cette approche vient en contradiction avec une certaine partie de la littérature, qui avancent que *l'impact investing* vient essentiellement répondre aux besoins de financement d'entreprises qui ne sont pas encore commercialement attractives, et qui rencontreraient des difficultés à obtenir des fonds à cause de leur finalité sociale (Achlleitner et al., 2011). Certains, plus radicaux encore, voient dans *l'impact investing* des investisseurs attirés par l'aversion commerciale qu'inspire les entreprises aux investisseurs traditionnels (Simon et Barmeier, 2010).

Toutefois, ce courant de pensée est largement contrebalancé par la majorité de la littérature. En effet, ce troisième pilier de l'investissement laissant la place à diverses interprétations, permet aux investisseurs impacts de financer des projets via des produits financiers en lignes avec leurs profils de risque et leurs stratégies d'investissement (Narain et al., 2012 ; Arosio, 2011).

Le principe d'additionnalité de l'impact investing

« *An impact investor seeks to produce beneficial social or environmental outcomes that would not occur but for his investment in a social enterprise* » (Brest et Born, 2013). Ce quatrième et dernier pilier de *l'impact investing* est rarement mentionné explicitement dans la littérature. Et pourtant le principe d'additionnalité figure comme un pilier majeur de *l'impact investing*. En outre, l'additionnalité consiste pour l'investisseur impact, à démontrer que la valeur sociétale créée n'aurait pas pu se faire sans l'investissement en question (Brest et Born, 2013).

1.3. Positionnement, similarités et différences

Positionnement

Une partie de littérature académique mentionne explicitement que *l'impact investing* fait partie de l'ensemble des stratégies d'investissements durables, responsables, ou solidaires (Hebb, 2013 ; Tides, 2011). Et en reprenant le spectre de l'investissement durable illustré ci-dessous (figure 4) – de l'investissement non-profitable mais à fort impact social d'un côté à celui financièrement rémunérateur mais socialement moins exigeant de l'autre – *l'impact investing* se positionne à mi-chemin, entre la philanthropie et l'investissement socialement responsable (ISR), offrant une alternative permettant de garder les avantages sociaux et financiers des deux ²stratégies d'investissement (Höchstädter et Scheck, 2014).

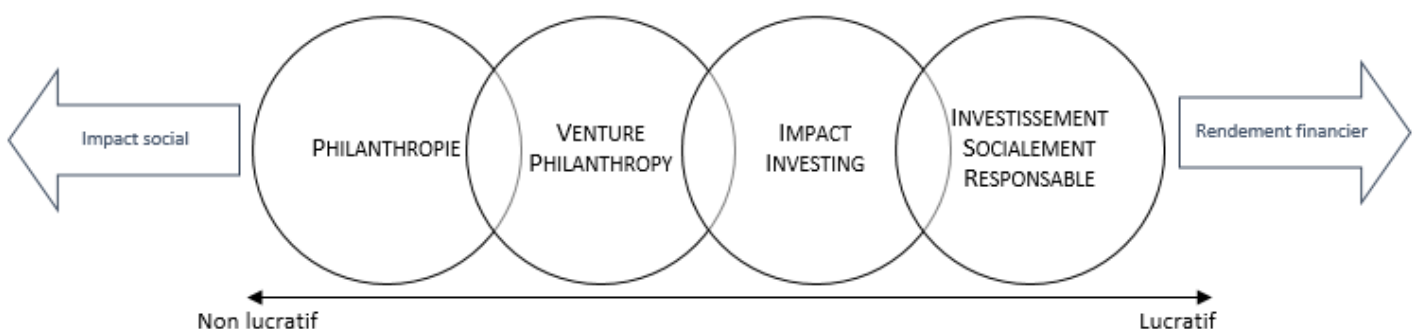


Figure 4. *L'impact investing* dans le spectre de l'investissement durable.

Source : Reproduit et adapté de Virginie Xhaufclair

Impact investing vs philanthropie

La philanthropie moderne telle qu'on la connaît actuellement trouve ses racines au début du XVIII^e siècle aux États-Unis (Hall, 2006). La philanthropie moderne, parce qu'en réalité les pratiques philanthropiques remontent à l'Antiquité grecques (Robbins, 2006). D'autres diront même que les valeurs d'altruisme de protection, d'entraide, et de sacrifice qu'elle véhicule sont observables naturellement chez les animaux (Weaver, 1967). En effet, la philanthropie définit l'action du don d'argent, de temps, de biens, ou de services – à destination d'une organisation (Singer, 2014). Longtemps l'apanage des institutions religieuses (Leglaive-Perani, 2011), il faudra attendre le début du XIX^e siècle pour voir la philanthropie se diversifier au travers d'autres acteurs (Weber, 2009).

Et à l'instar de l'*impact investing*, l'objectif du philanthrope est de produire un impact social et environnemental, se conformant ainsi au premier pilier de l'intentionnalité de l'*impact investing* (Brest et Born, 2013). Cependant, la différence entre l'*impact investing* et la philanthropie est intelligible, cette dernière désignant couramment « l'ensemble des dons privés librement consentis en faveur d'organismes agissant dans l'intérêt général » (Gautier, 2020), et qui par définition caractérise un investissement désintéressé de toutes formes de contrepartie de la part du bénéficiaire. En effet, des quatre piliers de l'*impact investing*, la philanthropie ne vise que celui de l'intentionnalité, et peut techniquement postuler pour le quatrième critère, le pilier d'additionnalité.

Impact investing vs venture philanthropy

Les similarités s'observent davantage lorsque l'on s'intéresse à l'évolution de la philanthropie vers ce qu'a appelé pour la première fois John D. Rockefeller III en 1969 le *Venture Philanthropy* (VP). Les VP émergent réellement pendant les années 1990 aux États-Unis avant de progresser vers l'Europe dans les années suivantes (Bishop et Green, 2008 ; McGoeys 2012b ; Kramer, 2002). Cette nouvelle façon de faire de la philanthropie vient des nouvelles fortunes de la Silicon Valley, qui ont fait fortune dans les nouvelles technologies, et qui s'inspirent du monde des affaires, notamment des fonds de type *Venture Capital* (VC), pour gérer leurs actions philanthropiques (Abélès 2002a, 2002b). En effet, les fonds VP cibleront des projets à fort impact social, en attendant d'eux, un retour social sur le don – qu'il considère en réalité comme un investissement – positif (Abélès 2002a, 2002b ; Hénaff, 2003 ; Seghers, 2009). Pour ce faire, le VP va s'inscrire dans une logique de soutien, accompagnant son donataire dans la réalisation de ses objectifs sociaux et environnementaux (Abélès, 2003).

Cependant, en exigeant pas explicitement une rentabilité financière (Porter et Kramer, 1999 ; Defourny et al., 2013), le VP répond aux piliers d'intentionnalité, d'additionnalité, et techniquement aussi au critère de la mesure d'impact dans la mesure où il y a une volonté de suivre la création de valeur sociétale dans le temps, mais ne satisfait pas le pilier de la rentabilité financière de l'*impact investing*.

L'impact investing vs l'investissement socialement responsable

Quant à la comparaison entre l'investissement socialement responsable et l'*impact investing*, la littérature académique s'accorde à dire qu'il n'y a pas de différence significative dans la définition des deux concepts (Höchstädter et B. Scheck, 2015).

Pour cause, en plus des rendements financiers, l'ISR prend en compte également des critères extra-financiers opportuns pour la société dans ses choix d'investissement (Pérez, 2002 ; Campeau, Lacroix, Marchildon, Chavaz, & Dostie, 2011a).

En outre, l'*impact investing* venant compléter la chaîne d'investissement durable, il peut être considéré comme la forme la plus aboutie en matière de stratégie d'investissement socialement responsable (Radjy et Cejnar, 2010 ; Tides, 2011 ; Barman, 2015), comme le démontre l'illustration suivante :

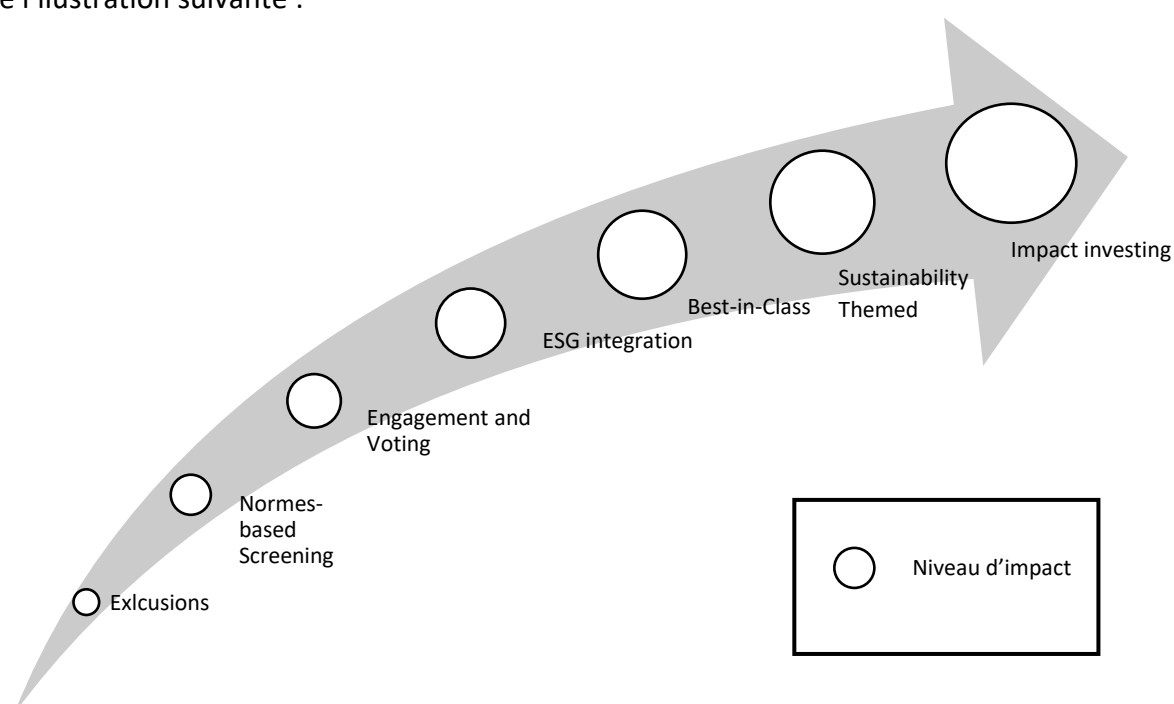


Figure 5. Les stratégies ISR

Source : Adapté de Eurosif 2018

En effet, les différentes stratégies ISR (Renneboog et al. 2008 ; Sandberg et al 2009) illustrées ci-dessus (figure 5) impactent l'économie à des degrés différents (Desmartin, 2014 ; Dumas et Louche, 2016) : les critères d'exclusions normatives ou sectorielles (Thornley et al., 2011) écartent les entreprises en contradiction avec les dix principes du Pacte mondial de l'ONU, s'accordant avec la maxime « *do no harm* » (Finkelman et Huntington, 2017). L'activisme actionnarial, ou l'engagement actionnarial part d'une démarche positive de l'entreprise qui s'engage dans l'amélioration d'un des critères ESG (Palandjian et al., 2010). La stratégie *Best-in-Class* annonce que l'ISR va cibler les entreprises les plus socialement performantes dans un secteur particulier. Et le filtrage par thématique lui sélectionne les entreprises actives dans un axe spécifique du développement durable comme l'énergie renouvelable ou l'agriculture (Oehri et al., 2014 ; Silvent, 2013).

Très peu d'articles scientifiques traitent *l'impact investing* sans mentionner l'investissement socialement responsable (Adam et Shauki, 2014 ; Arjaliès 2010 ; Bush, Bauer, et Orlitzky, 2016). Mais en règle générale ils distinguent *l'impact investing* de l'ISR par leurs impacts sur l'économie réelle. Là où l'ISR cherche à minimiser les impacts négatifs pour la société et la planète, *l'impact investing* veut créer un impact sociétal positif (O'Donohoe, Leijonhufvud et Saltuk, 2010). Cette comparaison nuance l'intentionnalité des deux concepts, mais surtout ne permet pas à l'ISR de prouver le caractère novateur de ses investissements, manquant de respecter le pilier d'additionnalité. C'est en suivant cette logique que *l'impact investing* est non seulement considéré comme différent de l'ISR (Dalberg Global Development Advisors, 2011 ; Standfield, 2011), mais aussi comme une stratégie proactive, qui naît d'une démarche volontariste, allant plus loin que l'ISR (Freireich et Fulton, 2009).

Ainsi, l'ISR fait souvent référence aux investissements réalisés dans les entreprises cotées, plus grandes et plus matures (Chua et al., 2011 ; Conway et al., 2012 ; Fleming, 2012), privilégiant la dimension financière du placement aux dépens de l'impact sociétal (Hellsten et Mallin, 2006 ; Revelli et Sentis, 2012). Tandis que *l'impact investing* vise des investissements directs vers des petites organisations (cKinectis, 2012) qui ont un impact positif de par leur activité principale (Fleming, 2012).

Synthèse : positionnement, similarités et différences

En résumé, en s'appuyant sur les quatre piliers de *l'impact investing*, nous pouvons illustrer le positionnement, les similarités et les différences de *l'impact investing* avec les autres concepts cités ci-dessus par le tableau suivant :

Les piliers de <i>l'impact investing</i>	L'intentionnalité	La mesure	La rentabilité financière	L'additionnalité
Les stratégies durables				
La philanthropie	✓	✗	✗	✗
Le <i>venture philanthropy</i>	✓	✓	✗	✓
<i>L'impact investing</i>	✓	✓	✓	✓
L'investissement socialement responsable	✓	✓	✓	✗

Figure 6. Positionnement, similarités et différences de *l'impact investing*

2. Un écosystème *impact investing* hétéroclite

Dans le chapitre suivant, nous dressons un panorama des parties prenantes de l'*impact investing* tel que nous le présente la littérature académique et la documentation professionnelle ; soit l'offre de financement d'une part, et la demande de financement de l'autre. En principe, on qualifie investisseur d'impact et entrepreneurs à impact (Elkington et Hartigan, 2008), respectivement l'offre et la demande de financement du marché *impact investing*. Toutefois nous verrons que cette appellation est à nuancer pour certains acteurs.

2.1. Les parties prenantes

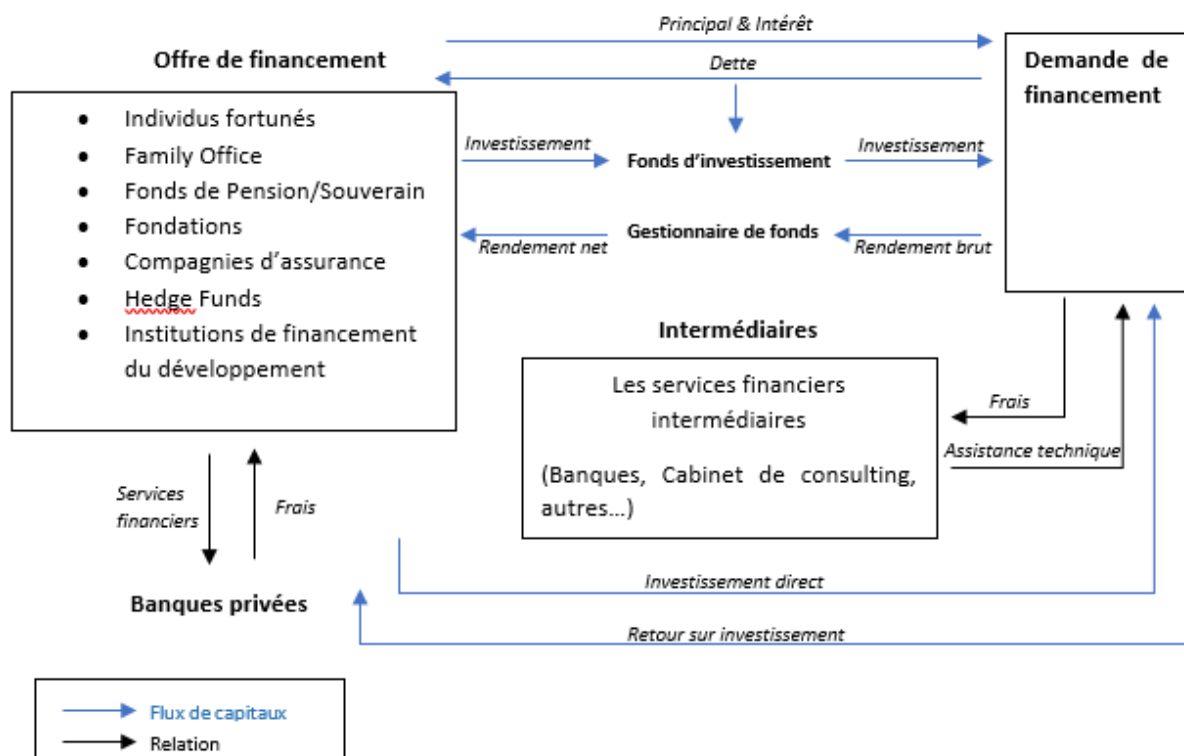


Figure 7. Les parties prenantes l'*impact investing*

Source : Reproduit et adapté du Word Economic Forum. *From the Margins to the Mainstream*

Depuis l'adoption du terme « *impact investing* » en 2007, à la suite d'une conférence initiée par la Fondation Rockefeller en Italie (Bugg-Levine et Emerson, 2011), plusieurs catégories d'acteurs s'organisent autour de ce marché attractif pour former un « écosystème impact » (figure 7). Ces parties prenantes peuvent être scindées trois catégories (WEF, 2013) :

- Les détenteurs de capitaux et les gestionnaires de fonds qui forment l'offre de financement ;
- Les sociétés de conseils et les associations spécialisées qui vont jouer un rôle intermédiaire de soutien au marché ;
- Les bénéficiaires qui constituent la demande de financement (Jackson, 2013b).

En effet, les investissements d'impact concernent et séduisent une variété d'investisseurs motivés par la finalité sociale ou sociétale que propose *l'impact investing* (Guézennec et Malochet, 2013). *L'impact investing* offrant par ailleurs la possibilité d'avoir un impact à l'échelle internationale (WEF, 2013), et dans plusieurs secteurs différents tels que l'agriculture, la santé, l'éducation, l'énergie, etc... (WEF, 2013).

En outre, un écosystème efficace parviendrait à faire se rencontrer l'offre et la demande de financement. Toutefois, avant de rentrer en profondeur dans les caractéristiques propres à chacun et déceler les points ambigus qui peuvent impacter l'efficacité du marché, il est nécessaire de souligner le rôle décisif d'un acteur de taille : le pouvoir public.

Le rôle des pouvoirs publics

Les pouvoirs publics nationaux jouent un rôle essentiel au niveau interne des pays : garantir un écosystème qui profite à l'économie (Sibille, Langendorff, Thermeze, et Voisin, 2014). Pour ce faire, ils disposent généralement de trois leviers d'action leur permettant d'accompagner les économies (Guézennec et Malochet, 2013) : réguler le marché, stimuler l'offre et la demande de financement, et allouer du capital au marché.

Réguler le marché consiste à encadrer juridiquement ce dernier pour en faciliter les transactions et accroître la transparence et la crédibilité. Ces actions permettent aux investisseurs d'identifier les entreprises cibles et répondre à la demande de financement de ces dernières en offrant le financement adéquat.

Le deuxième levier concerne les mesures incitatives visant à promouvoir et stimuler l'offre et la demande d'investissement. Pour ce qui est de l'offre de financement, les pouvoirs publics peuvent mettre en place des mécanismes incitatifs, notamment sur le plan fiscal, ou encore élaborer des programmes visant à partager les risques (Co-investissement) avec les investisseurs.

En dernier lieu, en plus du potentiel de propagande tant auprès de l'opinion publique que du secteur professionnel, et en tenant compte de l'opportunité de résoudre des problèmes socio-économiques et environnementaux, les pouvoirs publics peuvent investir indirectement dans les innovations sociales en créant des véhicules intermédiaires d'investissement ou des structures d'accompagnement pour le développement des entreprises sociales.

Cependant, lorsqu'il s'agit d'organiser un marché international comme *l'impact investing*, les pouvoirs publics de chaque pays sont emmenés à collaborer entre eux. C'est dans ce contexte que se forment les Organisations Non Gouvernementales tel que le GIIN, qui se voient transférer la responsabilité d'harmoniser les marchés à l'échelle mondiale (Guézennec et Malochet, 2013).

En outre, nous verrons ultérieurement que l'harmonisation des marchés telle qu'espérée se confrontent aux tendances libérales ou interventionnistes, et aux contextes socio-économiques propres à chacun des pays, justifiant les différentes approches de *l'impact investing* qu'il pourrait y avoir à l'échelle internationale.

2.2. Demande de financement

L'écosystème de l'*impact investing* attire donc une demande de financement qui poursuivrait une mission sociétale. Nous allons dorénavant appeler cette cible « entreprise à impact », comme le vulgarise Solifin, le réseau *impact investing* belge analogue au GIIN, qui définit l'entreprise à impact comme « Les entreprises à impact sont des entreprises dont l'objectif est de créer un impact positif maximal pour leurs clients, leurs employés, leurs partenaires commerciaux et le grand public, ainsi que pour l'environnement ».

L'entreprise sociale

Une catégorie d'entreprises à impact à qui on fait souvent référence sont les entrepreneurs sociaux (Rodin et Brandenburg, 2014). Les entreprises sociales peuvent avoir des profils très différents. C'est pourquoi, nous allons analyser dans quelle mesure cette catégorie d'acteur s'insérerait dans l'écosystème *impact investing*.

À noter pour commencer, que tout comme dans la littérature académique, nous allons employer et mélanger dans l'analyse les termes « entrepreneuriat social », « entrepreneurs sociaux » et « entreprises sociales » pour décrire le même concept (Defourny et Nyssens, 2008b ; Mair et Marti, 2006). Leur relation peut s'interpréter de la façon suivante : « l'entrepreneuriat social est le processus dynamique par lequel certains individus nommés "entrepreneurs sociaux" créent et développent des organisations qui peuvent être appelées des "entreprises sociales" » (Defourny et Nyssens, 2008b ; Mair et Marti, 2006 ; Huybrechts, Nicholls, A. et Mouchamps, 2012).

Au XVIIIème siècle, la notion d'entreprise renvoyait à la production d'un bien pour en faire du commerce. L'économiste français Jean-Baptiste Say fût l'un des premiers à y apporter une définition précise. Pour lui, « l'entrepreneur, est celui qui entreprend de créer pour son compte, à son profit et à ses risques afin de produire une valeur économique » (Say, 1803). Cette conception de l'entreprise, couplée à la « main invisible » d'Adam Smith (Smith, 1776) qui nourrit l'idée que des individus libres qui s'enrichissent de par leurs activités économiques enrichissent par la même occasion l'ensemble de la société, a longtemps dominé la pensée économique, accentuant le diktat de la performance économique dans l'entreprise comme une solution bénéfique pour la société.

En réponse à ce paradigme ultralibéral et en parallèle des mouvements de développement durable et de responsabilité sociale des entreprises, ces deux dernières décennies ont témoigné de l'engouement autour du concept de l'entrepreneuriat social, aussi bien dans les milieux économiques et politiques (Boshee, 2006 ; Light, 2008 ; Nicholls, 2006b ; Nyssens, 2006), que dans la littérature académique (Dacin et al., 2010 ; Defourny et Nyssens, 2008b ; Fayolle et Matlay, 2010 ; Short et al., 2009).

Seulement, la définition d'une entreprise sociale est ambiguë (Defourny et Nyssens, 2008b) : pour l'opinion publique, l'entrepreneuriat social constitue un vecteur de changement social systémique (Nicholls, 2006b) ; pour les pouvoirs publics, un moyen de résoudre des problèmes sociétaux là où ils rencontrent des limites (Leadbeater, 1996 ; Nyssens, 2006) ; et pour les

entreprises, de nouvelles perspectives de marchés (Karamchandani et al., 2009) et une nouvelle opportunité d'attirer des fonds (Freireich et Fulton, 2009).

Malgré les débats donnant lieu à une quantité de définitions légèrement différentes (Dacin et al., 2010), une qui communément acceptée définit l'entreprise sociale la manière suivante (Huybrechts, Nicholls, A. et Mouchamps, 2012) : « Les entrepreneurs sociaux jouent un rôle d'acteurs de changement dans le secteur social en :

- Adoptant une mission visant à créer et maintenir de la valeur sociale (et pas seulement de la valeur privée) ;
- Étant en recherche perpétuelle de nouvelles opportunités permettant d'atteindre leur mission ;
- S'engageant dans un processus continu d'innovation, d'adaptation et d'apprentissage ;
- Osant agir sans être limités par les ressources actuellement à disposition ;
- Étant tout à fait disposés à rendre des comptes aux différentes parties prenantes sur les résultats obtenus » (Dees, 1998, 2001).

En outre, si la finalité sociale de l'entrepreneuriat social paraît évidente, on distingue généralement deux approches qui visent à appréhender le concept, d'origine géographique : entre l'approche européenne et l'approche américaine (Bacq et Janssen, 2008 ; Defourny et Nyssens, 2011).

L'entreprise sociale selon l'approche anglosaxonne

Dans la conception anglosaxonne de l'entrepreneuriat social, il est pertinent de distinguer deux courants de pensée : l'école des ressources marchandes et celle de l'innovation sociale (Dees et Battle Anderson, 2006 ; Defourny et Nyssens, 2010).

Selon l'école des ressources marchandes, l'entrepreneuriat social « couvre les activités économiques marchandes déployées par les organisations privées non lucratives au service de leur mission sociale » (Skloot, 1987 ; Young et Salamon, 2002). Cette précision dans le concept d'entreprise sociale venait répondre aux difficultés qu'avaient celles-ci à trouver du financement, le plus souvent sous forme de don ou de subside, auprès des pouvoirs publics et des fondations (Kerlin, 2006). Par la suite, une seconde génération de la même école viendra élargir le concept en qualifiant d'entreprise sociale « une organisation à but lucratif ou non lucratif, pourvu qu'elle déploie une activité marchande en vue d'une finalité sociale » (Austin et al., 2006). De par cette nouvelle approche, l'aspect économique réapparaît.

En ce qui concerne l'école de l'innovation sociale, elle définit l'entrepreneur social comme « jouant un rôle d'agent de changement dans le secteur social en poursuivant une mission de création de valeur sociale et en exploitant de nouvelles opportunités pour soutenir cette mission. Il s'inscrit dans un processus continu d'innovation, d'adaptation et d'apprentissage, agissant avec audace sans être limité, a priori, par les ressources disponibles et en faisant preuve d'un sens aigu de l'engagement vis-à-vis de sa mission et de ses impacts sociaux » (Dees et Anderson, 1998). Cette approche met l'accent sur la portée de l'impact social, ou sociétal, obtenu grâce à l'innovation sociale plutôt que sur les ressources utilisées pour y

parvenir. En outre, certains auteurs américains vont tenter de rapprocher les deux courants dans une caractérisation commune de l'entrepreneuriat social, en mettant en avant le concept de *blended value* qui s'appuie sur la *triple bottom line* : « Personne, Profit, Planète » (Emerson, 2006).

L'entreprise sociale selon l'approche européenne

En Europe, les approches de l'entrepreneuriat social ne divergent pas significativement si ce n'est dans l'institutionnalisation de ces derniers (Bacq et Janssen, 2008). L'initiative d'encadrer juridiquement les entreprises sociales vient de l'Italie, avant d'observer une vague de législation visant à reconnaître leur finalité sociale (Roelants, 2009).

Dans le but d'harmoniser le concept à l'échelle européenne, un réseau de chercheurs baptisé Emes – acronyme de « l'émergence des entreprises sociales » – s'organise en 1996 afin d'élaborer une approche théorique et empirique commune de l'entreprise sociale. Fort de la contribution d'économistes, de sociologues, de politiques et d'entrepreneurs, Emes parvient à construire une représentation de l'entreprise sociale qui convient aux différentes réalités des pays européens (Bacq, Janssen, 2008). Entre autres, Emes propose trois indicateurs économiques, trois indicateurs sociaux, et trois indicateurs de gouvernance, qu'une entreprise sociale devrait au moins poursuivre (Defourny et Nyssens, 2011).

Le premier indicateur économique indique que l'entreprise sociale doit baser son activité sur la production et l'offre de biens et/ou de services. Le deuxième attribut à l'entrepreneur social la responsabilité des risques économiques de l'entreprise, entre autres, que sa solvabilité de dépendent pas significativement des institutions publiques. Et le troisième indicateur économique requiert un niveau minimum d'employés rémunérés.

Quant aux indicateurs sociaux, le premier formule un engagement explicite de la part de l'entreprise sociale pour la réalisation d'un objectif social. Le deuxième veut observer l'engagement social chez les individus qui travaillent dans l'entreprise. Et le dernier indicateur social limite la distribution des bénéfices pour éviter que l'entreprise recherche la maximisation du profit aux dépens de la cause sociale.

Viennent alors les trois indicateurs de gouvernance qui complètent la liste des neuf critères d'entrepreneuriat social d'Emes. Le premier défend un degré d'autonomie de l'entreprise, la gouvernance de l'entreprise doit être majoritairement contrôlé par ses cadres. Le deuxième critère fait écho au premier, dans la mesure où il préconise une démocratie « Un membre, une voix » à l'assemblée générale, qui n'est donc pas basé sur les éventuels apports au capital. Enfin le dernier indicateur d'Emes implique une dynamique participative dans l'entreprise, en ligne avec l'idée d'une démocratie forte au sein de l'organisation.

L'approche anglosaxonne vs l'approche européenne

Le même engouement qu'on observe autour de l'*impact investing*, on le retrouve aussi dans l'entrepreneuriat social. Et les deux concepts partagent le fait que la littérature académique propose beaucoup d'interprétations diverses les concernant. Effectivement, l'approche anglosaxonne de l'entreprise sociale ne diffère pas significativement de l'approche européenne sur le sujet, si ce n'est que cette dernière est plus réglementée et plus dépendante

de l'implication des pouvoirs publics, contrairement à la vision américaine, où le marché se régule lui-même notamment avec le soutien des fondations.

En effet, en Amérique le réseau *Social Enterprise Knowledge Network* – composé d'écoles de commerce d'Amérique latine ainsi que de la *Harvard Business School* – la question du statut juridique de l'entreprise sociale est largement laissée ouverte : « toute organisation ou entreprise impliquée dans des activités à finalité sociale ou bien dans la production de biens et services à haute valeur sociale peut être considérée comme une entreprise sociale et ce indépendamment de son statut juridique » (Austin et al., 2004).

En se basant sur la vision américaine, sans compter le fait que nous verrons plus tard que l'écosystème *impact investing* est essentiellement dominé par des acteurs de cette partie de l'Atlantique, nous sommes en mesure d'observer une perspective qui ferait évoluer les entreprises sociales vers une catégorie d'entreprise à impact qui poursuivrait des intérêts économiques en plus de créer un impact.

Les entreprises à impact social : des acteurs multidimensionnels

En effet la légitimité de penser que les entreprises à impact social pourraient être des entreprises poursuivant simplement une mission sociale en plus d'un profit économique, réside dans l'ambiguïté couplée à l'engouement autour de la question de l'entreprise sociale (Viviani, 2018). D'autant plus que l'image suivante illustre le fait les investisseurs impacts investissent en réalité dans des organisations au profil bien différent des entrepreneurs sociaux.

Stage of business	2015	2019	CAGR
Mature, publicly traded companies	5,993	21,278	37%
Venture stage	940	2,095	22%
Mature, private companies	7,142	11,914	14%
Growth stage	6,234	10,374	14%
Seed/Start-up stage	691	380	-14%
Total	21,001	46,040	22%

Figure 8. Évolution des allocations des ressources par la taille des entreprises

Source : GIIN. Annual Impact Investor Survey

En outre, les entreprises à impact social seraient définies comme des entreprises poursuivant un double objectif : « une mission sociale ou environnementale ou autre et l'obtention d'un profit (Emerson et Twersky, 1996).

Reste à savoir, si ces entreprises s'insèrent dans les critères *impact investing* définies par la littérature académique, ou si elles profitent de l'ambiguïté de cette dernière pour s'insérer dans l'écosystème du marché de l'*impact investing*.

Dans ce contexte, il nous est possible d'inclure dans la demande de financement de l'écosystème du marché de l'*impact investing*, une série d'acteurs, reprise ci-dessous (figure 9), qui répondraient au double objectif : sociétal et économique.

La demande de financement
<ul style="list-style-type: none"> • Les entreprises • Les petites et moyennes entreprises • Les entreprises sociales • Les coopératives • Les Institutions de Microfinance • Les établissements financiers de développement local

Figure 9. La demande de financement de l'écosystème *impact investing*

Source : Reproduit et adapté de Harji et Jackson (2012)

2.3. Offre de financement

Pour répondre au besoin de financement et de développement des organisations telles que définies précédemment, l'écosystème *impact investing* concentre une variété d'investisseurs aux intérêts divers, que l'on peut classer en deux catégories : les détenteurs de capitaux et les gestionnaires de fonds (figure 10) (Harji et Jackson, 2012).

Les détenteurs de capitaux	Les gestionnaires de fonds
<ul style="list-style-type: none"> • Les <i>High Net Worth Individuals</i> • Les grandes entreprises • Les gouvernements • Les particuliers • Les fondations 	<ul style="list-style-type: none"> • Les gestionnaires de fonds • Les <i>Family Office</i> • Les Foundations • Les banques • Les grandes entreprises • Les fonds d'investissement VC • Les fonds à impact social • Les fonds institutionnels • Les institutions financières du développement

Figure 10. Les investisseurs de l'écosystème *impact investing*

Source : Reproduit et adapté de Hajri et Jackson

Afin de comprendre pourquoi le modèle économique intrinsèque à chacune des parties prenantes contribue à sustenter l'ambiguïté de l'*impact investing*, il est nécessaire de rappeler leurs rôles, leurs buts, et leurs responsabilités, pour saisir comment chacun entend tirer un avantage à l'émergence de ce marché. Notamment ceux qui occupent une place importante selon les enquêtes menées par le GIIN.

Les institutions de financement du développement

Nous parlions dans le point précédent de l'encadrement juridique du marché *impact investing* par les pouvoirs publics. Avec les institutions de financement du développement (IFD), ou *development finance institution* (DFI) en anglais, les pouvoirs publics sont en mesure de s'impliquer opérationnellement également. Généralement sous forme de banques ou des agences spécialisées, les IFD sont « des institutions soutenues majoritairement par les gouvernements, qui investissent dans le développement du secteur privé des pays en développement en promouvant la création d'emplois, le développement durable, et la réalisation des Objectifs de Développement Durable (ODD) » (EDFI). Selon une étude menée par le GIIN, 27% des actifs *impact investing* sont détenus par les DFI (GIIN, 2019). Faisant de ce dernier, le deuxième acteur *impact investing* possédant le potentiel de capitaux à allouer le plus grand.

Conscient du potentiel d'impact, depuis 2001 le financement des IFD a connu une croissance exponentielle. Selon le *Center for Strategic and International Studies* (CSIS), le montant mobilisé par ces institutions est passé de \$10 milliards en 2000, à presque \$70 milliards en 2014 (Savoy et al., 2016).

En outre, les DFI sont des institutions pourvoyeuses de fonds, en dette ou en fonds propres, à destination des pays en développements. Elles prennent donc des positions risquées en vue de stimuler la croissance économique des pays en développement. Sa mission originelle l'a contraint géographiquement et politiquement.

Avec un modèle économique qui se rapproche de celui de la banque classique (dont on explicitera le fonctionnement dans les prochains paragraphes), les DFI se heurtent aux mêmes frontières poreuses entre rentabilité économique et rentabilité sociale. Le risque élevé consentis, engendre une exigence de rendement financier soutenus. De plus sa politique ne l'incite pas à mesurer le rendement social, car par essence il poursuit une inclusion économique, qui justifie sa finalité sociale.

Les fondations

Selon cette même étude du GIIN, menée auprès de 1340 répondants, 21% étaient des fondations. Faisant de cet acteur le deuxième plus important de l'écosystème *impact* dans le monde, malgré le fait qu'il ne gère que 2% des actifs sous gestion *impact investing* (GIIN, 2019). Et pourtant, les origines philanthropiques de ce dernier nous obligent à questionner ses motivations à s'insérer dans le marché *impact investing*.

La philanthropie est une pratique qui existe depuis l'antiquité grecque. Certains auteurs iront même jusqu'à soutenir l'idée selon laquelle les valeurs altruistes de protection, d'entraide, et de sacrifice qu'elle véhicule sont observables naturellement chez les animaux (Weaver, 1967). Mais au fil de l'histoire, ces valeurs désintéressées ont longtemps fait l'apanage des organisations religieuses. Il faudra attendre la fin du 19^e siècle pour assister à l'émergence des premières institutions non-religieuses à caractères philanthropiques, qui se développent en parallèle de la montée du capitalisme – les fondations (Buhler, 2003).

Les fondations philanthropiques sont des structures qui mobilisent des ressources au bénéfice d'une activité d'intérêt général, sans but lucratif. Comme l'explique l'article 18 de la loi française n°87-571 du 23 juillet 1987 sur le développement du mécénat, définissant la fondation comme : « l'acte par lequel une ou plusieurs personnes physiques ou morales décident l'affectation irrévocable de biens, droits ou ressources à la réalisation d'une œuvre d'intérêt général à but non lucratif » (Centre Français des Fonds et Fondations). En outre, les fondations philanthropiques sont des acteurs qui sont emmenés à repenser la complémentarité du privé avec l'État, dans la mesure où ces organisations se donnent pour mission de régler des problèmes sociaux là où les pouvoirs publics rencontrent souvent des limites financières, stratégiques, et/ou opérationnelles pour intervenir.

Bien qu'il soit difficile d'identifier les types de fondations, à cause des contextes géographiques et/ou législatifs (Fries, 2003), on distingue généralement deux types de fondations : les fondations publiques et les fondations privées. La différence principale se situe au niveau de leurs dotations initiales. Les fondations publiques sont soutenues par des institutionnels, et collectent des fonds auprès de plusieurs acteurs différents, tandis que les fondations privées disposent de dotation importante émanant principalement d'un individu ou d'une organisation privée (Morth et Johnson, 1999).

En outre, la littérature académique condense en cinq critères, les caractéristiques qui font d'un organisme une fondation : être non-gouvernementale (1), avoir un but non lucratif (2), disposer en propre d'un fonds principal (3), être géré par ses propres administrateurs et responsables (4), et promouvoir des activités sociales, éducatives, caritatives, religieuses ou autres, permettant d'améliorer le bien-être collectif (5) (Weaver, 1967).

Au regard des critères ci-dessus, et à la définition traditionnelle d'un organisme philanthropique telle que décrite, force est de constater le conflit apparent pour une fondation qui s'inscrirait dans l'*impact investing*. En effet, les motivations intrinsèques d'une fondation sont davantage sociales. Là où l'*impact investing* exige un retour sur investissement financier, l'étiquette philanthropique de la fondation la cloisonne naturellement dans les missions sociales. Créant quelque part, une ambiguïté quant à son intérêt à figurer dans l'écosystème impact.

Cependant, c'est de cette étiquette d'altruiste désintéressé que les fondations vont tenter de se séparer dans les années 1980-1990. Avec l'émergence de concept tel que la philanthropie à capital-risque, ou encore le *venture philanthropy* (VP). Cette dernière fonde ses actions sur deux piliers : l'efficacité et le retour sur investissement. Néanmoins, ces pratiques ne sont pas encore complètement répandues, que ce soit aux États-Unis ou en Europe : des estimations tendent à montrer que seules 20% des fondations européennes œuvrent sous le prisme de la philanthropie à capital-risque (Bishop et Green, 2008 ; McGoey, 2012b ; Kramer, 2002). Mouvement porté par la nouvelle génération de fortunés de la Silicon Valley, qui souhaite se démarquer des pratiques de leurs aînés, les fondations vont s'inspirer des méthodes d'organisation des entreprises (Abelès 2002a, 2002b). En particulier en s'inspirant du modèle VC (Letts, Ryan et Grossman, 1997).

Jusqu'alors les fondations étaient caractérisées par des dons désintéressés. La dimension VP va apporter la logique d'accompagnement stratégique dans la réalisation des objectifs du donataire, en plus d'une exigence de retour social sur investissement attendus par les donateurs. Ces caractéristiques postulent davantage pour un marché *impact investing* efficace. Toutefois, la frontière entre le bénévolat et profit est toujours poreuse.

Les fonds d'investissement

Dans une étude menée par le GIIN, 51% des actifs sous gestion *impact investing* étaient détenus par des gestionnaires de fonds (GIIN, 2019). Faisant de ce dernier l'acteur principal de l'écosystème *impact investing*. Toujours d'après le GIIN, ces professionnels de l'investissement gèrent différents types de fonds d'investissement. La diversité de ces fonds opérant dans le marché de l'*impact investing* naît de la multitude de fonds spécialisés dans le monde (Lelart, 2015). Un phénomène que l'on observe depuis les années 1980 avec la déréglementation, la désintermédiation et le décloisonnement des marchés financiers (Bourguinat, 1987). Avant de parcourir les caractéristiques de chacun de ces fonds, en exposant les conflits d'intérêt qu'ils peuvent avoir en s'engageant dans l'*impact investing*, il est nécessaire de rappeler le fonctionnement d'un fonds d'investissement. Nous verrons par ailleurs, que cette catégorie d'acteur est emmenée à interagir avec d'autres acteurs du marché de l'*impact investing*.

En principe, le fonctionnement de base d'un fonds d'investissement, peu importe le standard, est toujours le même : il collecte un montant important de capital auprès d'un collectif d'investisseurs, pour investir dans divers actifs, tels que les actions, les obligations, etc. La gestion de ces actifs est ensuite confiée à des gestionnaires de fonds, qui ont pour objectif d'optimiser les rendements attendus des actionnaires, tout en respectant la politique d'investissement de ces derniers. En général, on distingue deux types de fonds d'investissement, le capital-investissement et le capital-risque, mieux connus sous leurs locutions anglo-saxonnes, les fonds *private equity* (PE), et les fonds *venture capital* (VC).

Dans le chapitre précédant, nous avons pu observer que la demande de financement de l'*impact investing* était surtout constituée de petites et moyennes entreprises (PME), et même de très petites entreprises (TPE), pourvu qu'elles exercent une activité économique rémunératrice. De plus, rappelons-nous également qu'un des caractères propres à une entreprise cible de l'*impact investing* selon la littérature académique, est son inappétence aux yeux de l'offre de financement classique. De fait, les fonds *private equity* s'écartent de la liste des investisseurs que l'on peut retrouver dans un écosystème *impact investing*, car dans la majorité de leurs « deals », les fonds sont attribués à des sociétés matures déjà bien développées. Pour ces types de fonds d'investissement, l'exigence de rendement financier attendu des actionnaires est telle, que la balance rendement financier, rendement social, est généralement déséquilibrée au profit de la rentabilité financière. Souvent, prendre en compte les enjeux environnementaux et sociaux dans leurs stratégies d'investissement, les fait rentrer dans le marché de l'ISR, et non de l'*impact investing*. Cela dit, les fonds de type *venture capital* trouvent théoriquement leurs places dans l'écosystème *impact investing*. Par ailleurs, c'est sur le modèle économique VC, dont on précisera le fonctionnement dans le paragraphe qui suit, que la majorité des fonds impacts baseront leurs modèles économiques.

Au-delà des critères de taille et d'objectif, le *private equity* et le *venture capital* partage la même activité. La définition retenue par l'OCDE renseigne bien sur ce point : « Le capital-risque est une forme de capital-investissement particulièrement intéressante pour les jeunes entreprises présentant un potentiel d'innovation et de croissance, mais dont le modèle économique n'a pas encore fait ses preuves et qui n'ont pas d'historique d'activité ; il remplace ou complète les financements bancaires classiques. Le développement de cette forme de financement est considéré comme une condition-cadre importante pour stimuler l'entrepreneuriat innovant. » (OCDE, 2017). En outre, Le fonctionnement d'un fonds VC est expliqué dans le schéma ci-dessous :

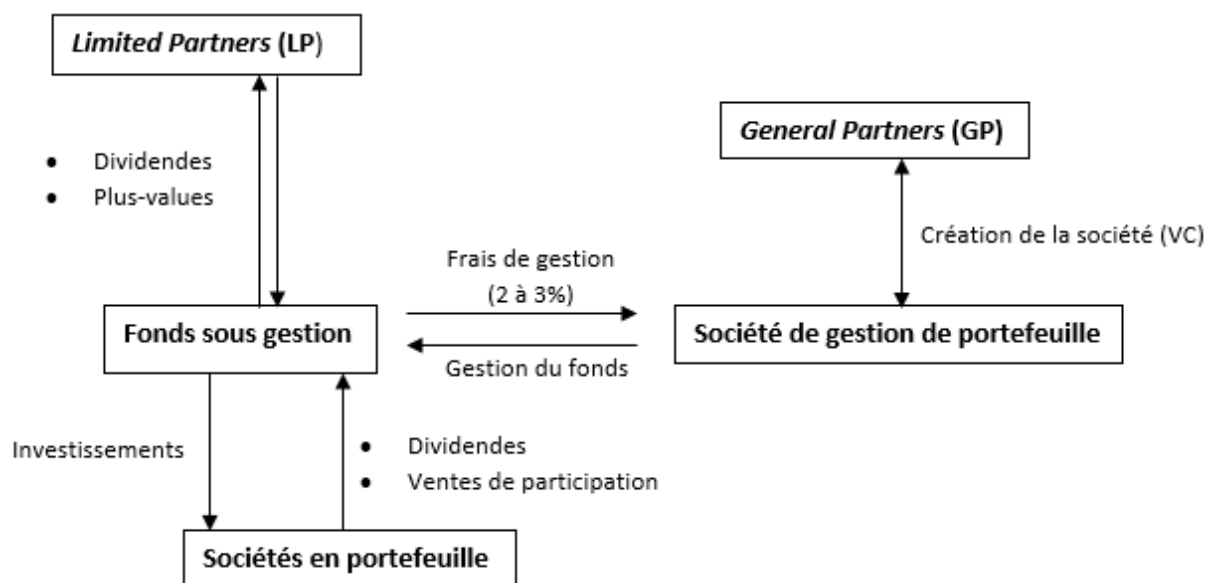


Figure 11. Le fonctionnement d'un fonds VC

Source : Reproduit de Krieger et al., (2012)

En effet, les VC vont mener une campagne de collecte de fonds, qui peut prendre une à deux années, auprès de personnes physiques ou morale qu'on appelle les *Limited Partners* (LP). Les LP peuvent être des individus fortunés – appelés aussi les *High Net Worth Individuals* (HNWI) dans le jargon financier – héritier ou ayant fait succès dans une activité quelconque, ou des institutions comme les banques, les multinationales, les *family offices*, etc. Ensuite, la « collecte » va être gérée par les *General Partners* (GP). Les GP ont la responsabilité de la gestion du fonds. Toujours est-il que chaque fonds du VC fait l'objet de sa propre campagne de levé de fonds, pour éviter les conflits d'intérêt. En guise de rémunération, les GP bénéficient d'une commission annuelle – les *management fees* – d'un montant généralement égal à 2% du montant levé auprès des LP, et plus de partager la plus-value des cessions des sociétés en portefeuille.

Maintenant que nous avons explicité le *business model* d'un fonds VC, il nous est possible d'identifier les points d'ambiguïté qui peuvent surgir dans la pratique, lorsqu'un fonds se veut impact. En effet, rappelons qu'un VC accompagne stratégiquement et investit en fonds propre dans une entreprise innovante qui présente un potentiel de croissance exponentiel. Sachant

qu'un VC et ses LP ne sont rémunérés qu'à la « sortie » (cession) de ses sociétés en portefeuille, les GP disposent en moyenne de cinq à sept années pour accompagner le développement de ses sociétés. Cela étant dit, l'exigence de rentabilité financière est telle, que le fonds doit optimiser le développement de ses sociétés pour qu'elles soient profitable à « l'exit », afin de rémunérer le fonds et les actionnaires. Or, pour un « fonds VC impact », la politique d'investissement ne se limite plus qu'à l'exigence de rendement financier. En effet, l'exigence de rendement non-financier s'aligne à celui du rendement financier, comme l'exige la définition de l'*impact investing*. Deuxième point, l'accompagnement stratégique inclus un soutien dans la réalisation des objectifs sociétaux de l'entreprise. Or dans le chapitre précédant, nous avons montré la difficulté au niveau de l'harmonisation des outils de mesures permettant de suivre l'évolution de l'impact d'une entreprise.

Finalement, plusieurs filtres laissent passer un lot d'ambiguïtés qui remettent en cause l'efficacité d'un fonds VC impact. Des LP qui réunissent un collectif d'investisseurs aux intérêts vraisemblablement variés, avec certains plus mercantiles que d'autres. Des GP chargés d'accompagner les sociétés en portefeuille dans la réalisation de leurs objectifs sociétaux et économiques, sous pression de l'exigence de résultats des LP. Ces mêmes GP s'assurant que les entreprises en portefeuille poursuivent efficacement leurs missions sociales, du moins jusqu'à leurs *exit*.

Les investisseurs institutionnels

Les investisseurs institutionnels renvoient essentiellement aux fonds de pension, aux compagnies d'assurance, et aux organismes de placement collectif (OPC) (Jeffers et Plihon, 2002). Le GIIN compte ces derniers comme des investisseurs impact, gérant 6% des actifs sous gestion *impact investing* (GIIN, 2019).

À l'instar des fonds d'investissement, ces organisations rassemblent les capitaux d'un collectif d'épargnant dans le but de faire des placements pour le compte de ces derniers (Brandstetter et Lehner, 2014). En somme, on identifie trois types d'investisseurs institutionnels (Lavigne, 2004) :

- Les fonds de pension, qui collectent les cotisations des salariés et des employeurs pour assurer les paiements de la retraite de ces derniers.
- Les compagnies d'assurances, qui offrent des contrats à leurs souscripteurs, les couvrant financièrement contre différents types d'événement. On distingue l'assurance dommage (ou non-vie) de l'assurance de personnes (ou vie).
- Les OPC, qui collectent les fonds auprès d'agents non financiers (les ménages et les entreprises) dans le but de leur proposer un portefeuille d'actifs diversifiés (fonds communs de placement, SICAV, fonds de mutuels). En contrepartie, ces épargnants reçoivent des quotes-parts.

Avec des projections qui nous feraient passer de 7,7 milliards aujourd'hui à 9,7 milliards dans trente ans (ONU, 2019), le poids des investisseurs institutionnels, qui bénéficient d'une épargne excédentaire, dans les marchés financiers promet de s'intensifier. La mutation du système financier telle qu'on l'observe depuis les années 1980 dans les pays industrialisés,

donne de plus en plus aux investisseurs institutionnels un rôle d'intermédiaire financier similaire aux banques (Rybczynski, 1997 ; Byrne et Davis, 2002).

Ainsi, les enjeux sociaux et environnementaux concernent aussi cette catégorie d'acteur. Cependant, malgré l'intérêt grandissant des investisseurs institutionnels pour l'*impact investing*, ces derniers sont tenus de garder un équilibre financier qui leurs permettent d'assumer leurs responsabilités futures. Ces exigences insinuent que les investisseurs institutionnels auront tendance à privilégier des investissements aux rendements financiers à hauteur du risque encouru (WEF, 2013). Or jusqu'à présent nous avons observé que l'*impact investing* concernait majoritairement des organisations en phase d'amorçage, ou des PME. Des profils qui comportent par essence des profils de risque élevé. D'où la difficulté pour les investisseurs institutionnels de trouver un avantage dans le marché *impact investing* au regard des conditions susmentionnées (WEF, 2014 ; Wood, Thornley et Grace, 2012). Un deuxième point d'argument concerne l'identification et le suivi des actions en portefeuille. L'investisseurs institutionnels doit disposer des outils nécessaires à l'identification et au monitoring des entreprises à impact social positif, car nous rappelons, que contrairement aux fonds d'investissement, les investisseurs institutionnels ne proposent pas de structure d'accompagnement stratégique à ces bénéficiaires (UNPRI, 2018). Par conséquent, intégrer des critères ESG dans la sélection de ses placements cantonnerait cette catégorie d'acteur au marché de l'ISR, limitant sa participation au marché de l'*impact investing* (Drexler et Noble, 2013). Et cette ambiguïté aurait nature à menacer l'intégrité, et *a fortiori*, l'efficacité du marché *impact investing*.

Les intermédiaires financiers

Dans les intermédiaires financiers, nous entendons les institutions financières qui font le pont entre l'offre et la demande de financement : les banques. Depuis l'abrogation en 1999 de la loi américaine – le *Glass-Steagall Act* (1933) – portant sur la séparation des activités commerciales des activités d'investissement, une banque peut théoriquement réunir tous les métiers : banque commerciale et banque d'investissement (figure 12) (Zimmermann, 2001). Peu importe sa structure, une banque exerce essentiellement trois fonctions : la prise en charge du risque, la collecte et la transmission de l'information, et la fourniture de liquidité (Ullmo, 1988). C'est sous cette appellation – banque – que le GIIN estime à 12% le montant des actifs détenus par cet acteur (GIIN, 2019).

En principe, les banques, par les services financiers qu'elles proposent, assurent le bon fonctionnement d'une société. L'utilité sociale de ces dernières est telle, que Suchman (1995) placera la légitimité des institutions bancaires au même titre que celle de l'État et de l'Église. Cependant, les scandales financiers, mais surtout la crise financière des *subprimes*, ont remis en cause cette légitimité, et soulevée la question de la responsabilité sociale des banques (Rapport moral sur l'argent dans le monde, 2008). Ajoutant à cela la démocratisation de l'accès à l'information, la responsabilité sociétale des banques a souvent été jugée comme minimaliste, relevant de la communication (ONG Les Amis de la terre, Bank track). En outre, en vue de d'insérer véritablement dans les enjeux sociaux et environnementaux, les banques ont été appelées à intégrer ces valeurs dans les produits qu'elles proposent (Porter et Kramer, 2006).

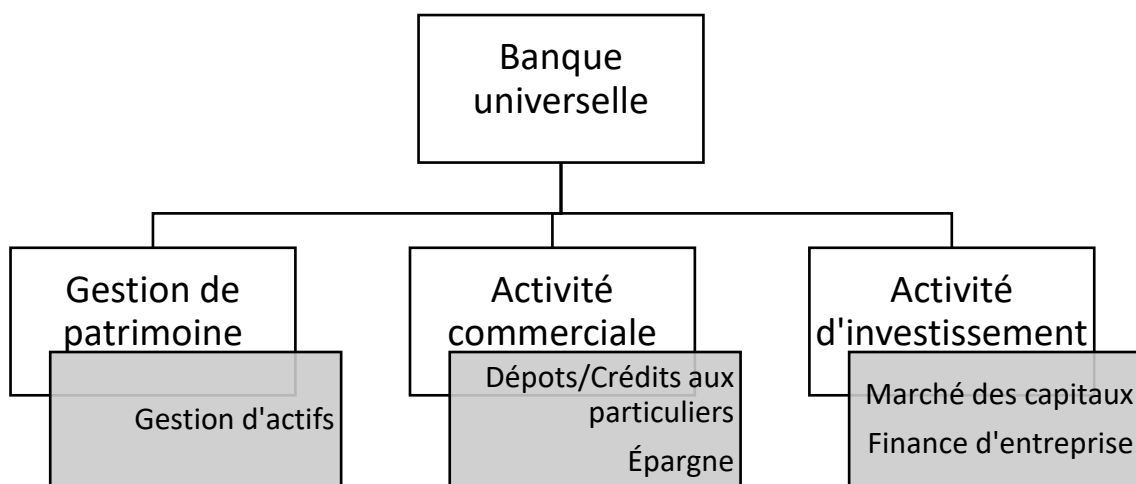


Figure 12. Structure bancaire typique

Source : Reproduit et adapté de Arnaud Gossens (2018)

En plus d'évaluer, octroyer, et surveiller les prêts qu'elles accordent (Diamond et Dybvig, 1986), les banques commerciales proposent à leurs clients d'investir dans le marché secondaire et primaires en épargnant. Voyant la demande d'actifs durable s'accroître, et sous pression de résultat attendu par ses clients. Pourtant plusieurs points objectivement observables semblent menacer l'intégrité de l'*impact investing* : historiquement ces institutions ont déjà été reproché de leurrer l'opinion pour attirer l'épargne de clients, et avec les largesses conceptuelles de l'*impact investing* présentent dans la littérature académique, surtout en ce qui concerne les outils de mesure, il est objectivement difficile pour une banque de garantir un produit impact à ses clients. Deuxièmement, par la titrisation, les banques investissent l'épargne de ses clients dans les marchés secondaires. Or investir dans n'importe quelles entreprises dans le marché secondaire revient à influencer son cours de bourse. Cette situation nous emmène donc dans la frontière poreuse entre l'ISR et l'*impact investing*.

Partie 2. L'*impact investing* face à l'ambiguïté

Dans cette deuxième partie, il s'agira de développer une *grounded theory* (ou réalité du terrain en français), et en évaluer l'impact de l'ambiguïté. Ainsi, avant de mener notre recherche, nous définirons « l'ambiguïté », et expliciterons dans quelle mesure la théorie économique juge un marché « efficace ».

3. De l'ambiguïté à l'efficacité ?

Ce troisième chapitre vient juste avant d'entamer la phase de recherche. Il va nous permettre d'appréhender l'ambiguïté sous toutes ses formes, et de montrer comment l'efficacité d'un marché peut être influencée par cette dernière.

3.1. Définition de l'ambiguïté

L'étude du comportement des individus dans un environnement donné est certainement l'un des points communs le plus visible entre l'économie et la psychologie (Camerer et Lowenstein, 2003 ; Mullainathan et Thaler, 2005). Si bien que c'est *via* les études expérimentales sur les paradoxes qu'utilise la psychologie, que l'économie a été en mesure d'appréhender les décisions comportementales (Rabin, 1998). Ainsi, la littérature expérimentale sur le comportement des individus face à l'ambiguïté (Cohen, Said, Jaffray, 1985 ; Hogarth et Einhorn, 1990 ; Fox et Tversky 1995) a montré que les décisions des acteurs face à l'ambiguïté sont multiples et variées, et influencées par des facteurs aussi bien économiques que psychologique (Payne, Bettman et Johnson 1993).

Étymologie de l'ambiguïté

Étymologiquement, l'ambiguïté renvoie à la « pluralité des interprétations possibles, la diversité des sens dont est porteur un mot, une expression ou une situation » (Cabantous et Hilton, 2006). À la différence de l'imprécision, qui qualifierait un concept difficile à définir de manière précise, dont les multiples interprétations seraient mutuellement exclusives (Wallsten, 1990). La littérature académique nous montre que l'*impact Investing* est donc sémantiquement un terme ambigu. Pour autant qu'elle génère des interprétations tranchées variées, la littérature académique parvient néanmoins à faire cohabiter dans le fond des approches qui a priori ne s'excluent pas les unes des autres (Smithson, 1999 ; Wallsten, 1990).

En économie, le terme ambiguïté est souvent remplacé par l'incertitude (Budescu et Wallsten, 1995 ; Budescu, Kuhn, Kramer, et Johnson, 2002 ; Wallsten, 1990). L'incertitude traduisant la situation dans laquelle un individu se retrouve face à des choix difficilement probabilisables liée à un environnement incertain (Camerer et Weber, 1992 ; Frish et Baron, 1988).

L'ambiguïté en économie : l'incertitude

La théorie économique orthodoxe a longtemps considéré l'agent économique comme un individu rationnel. Cette rationalité supposait que les acteurs économiques étaient en mesure de répondre optimalement aux incertitudes en probabilisant les situations dans lesquels ils évoluaient.

C'est Frank Knight (1885-1972) – dans *Risk, Uncertainty and Profit* (1921) – qui viendra faire le distinguo entre incertitude et risque. Pour l'auteur, « La différence pratique entre les deux catégories, le risque et l'incertitude, est que, s'agissant de la première, la distribution du résultat parmi un ensemble de cas est connue (soit par le calcul *a priori*, soit par des statistiques fondées sur les fréquences observées), tandis que ceci n'est pas vrai de l'incertitude en raison de l'impossibilité de regrouper les cas, parce que la situation à traiter présente un degré élevé de singularité » (Knight, 1921).

Dans la continuité des travaux de Knight, John M. Keynes (1883-1946) – dans la *Théorie générale* (1936) – définit à son tour l'incertitude en la distinguant de l'improbable : « Ce que nous voulons simplement rappeler, c'est que les décisions humaines engageant l'avenir sur le plan personnel, politique ou économique ne peuvent être inspirées par une stricte prévision mathématique, puisque la base d'une telle prévision n'existe pas ; c'est que notre besoin inné d'activité constitue le véritable moteur des affaires, notre intelligence choisissant de son mieux entre les solutions possibles, calculant chaque fois qu'elle le peut, mais se trouvant souvent désarmée devant le caprice, le sentiment ou la chance » (Keynes, 1936).

Ces théories économiques hétérodoxes s'échappent de la gouvernance des processus stochastiques, et de la rationalité absolue des individus (Hayek, 1973). Mettant l'accent sur l'incertitude qui caractérise la vie économique. En effet, le courant postkeynésien soutient l'idée selon laquelle les individus seraient toujours confrontés à des situations singulières, pour lesquelles il n'existe pas d'antécédant, d'où l'incapacité de modéliser ces problèmes par des simples probabilités. Ainsi, c'est dans ce contexte que les outils sociologiques ont intégré les analyses tentant de comprendre les attitudes des individus face à l'incertitude (Stiglitz, 2002), ou dans le cas d'espèce, face à l'ambiguïté.

Etymologiquement, et maintenant économiquement, *l'impact investing* est un terme ambigu et une notion nouvelle. Arrivé en 2007, le concept est relativement nouveau aujourd'hui. Cette nouveauté explique l'incertitude au sens économique, qui est concomitante à l'activité économique, qui nécessite de ses acteurs un temps d'adaptation. Par ailleurs, *l'impact investing* ayant pour mission de socialiser la finance et ses acteurs, il est plus que naturel d'observer le comportement des participants à ce marché dans un angle sociologique.

L'ambiguïté en sociologie

L'impact de l'ambiguïté sur un marché au sens sociologique, a surtout fait l'objet des économistes keynésiens. En outre, Ici le sens de l'ambiguïté doit être compris selon l'approche du sociologue américain Erving Goffman – qui dans *Frame Analysis* (1974/1991) s'intéresse à la problématique de l'interprétation d'une expérience sur la réalité – c'est-à-dire « l'incertitude particulière qui émane lors de la définition d'une situation donnée » (Goffman, 1974) associé à un manque de précision du concept qui permet de nombreuses interprétations (Gioia et al., 2012). En effet, dans la même lignée des travaux de W. James et A. Schütz, cette approche analyse le comportement des acteurs lorsqu'ils sont confrontés à l'apparition d'un phénomène nouveau dans un environnement qu'ils connaissent bien, qui les emmènent bien souvent à se poser la question suivante : « qu'est-ce qui se passe ici ? ». En outre, le changement qu'engendre ce climat d'incertitude ou d'ambiguïté autour d'une

nouvelle situation, ira jusqu'à pousser certains à questionner leur raison d'être et leur rôle en tant qu'organisation (Albert & Whetten, 1985).

Finalement, l'ambiguïté peut être résumé comme un paramètre avec lequel doivent composer des individus confrontés à une nouvelle situation. Cet élément n'étant pas probabilisable contrairement aux risques. Ainsi les acteurs s'en remettent à leurs jugements personnels, basés sur les connaissances dont ils disposent, autrement dit, sur des probabilités épistémiques (Hacking, 1975). Combinés aux interprétations subjectives des autres acteurs, émerge alors un « ordre naturel » par le marché comme le soutenait Hayek dans son élan libéraliste (Dostaler, 2001).

L'*impact investing* revête théoriquement toutes les caractéristiques d'un concept ambigu. L'ambiguïté étant défini comme un composant inévitable à l'émergence d'un nouveau marché. Les prochains points qui seront développés par la suite, analyseront dans quelle mesure un marché émergent peut atteindre l'efficacité dans ce contexte.

3.2. Définition de l'efficacité

En économie, un marché est défini comme « le lieu où se confrontent, émanant d'individus rationnels, des offres et des demandes relatives à des biens dont les qualités sont définies et connues de tous » (Joly, 2009). En outre, les économistes néoclassiques se sont intéressés à la question de savoir dans quelle mesure un marché pouvait être efficace.

Étymologie de l'efficacité

Étymologiquement, l'efficacité renvoie à la relation entre une action et un but. Si le projet rencontre l'effet escompté, alors l'initiative a été efficace. En économie, le terme efficacité, souvent remplacé par efficience pour faire écho à sa traduction anglaise, a un sens beaucoup moins large : « est efficace ce qui, *comparé à autre chose* (une autre bombe, un autre travail, une autre défense), donne un *meilleur* résultat [...] on reconnaît là, naturellement, toute la théorie du calcul économique et de l'optimalité » (Maris, 1997). On retrouve dans cette définition, la notion de relativité très importante en économie : une action est efficace si elle est meilleure qu'une autre action pour atteindre le même but.

Efficacité dans la théorie économique : équilibre des marchés

La théorie économique dominante, par le « théorème de la main invisible » (Guerrien, 1989), énonce qu'un marché est efficace (ou optimal) lorsqu'il est à l'équilibre au sens de Pareto (Lenfant, 2001). Ce théorème construit un idéal que doit viser un marché pour parvenir à une rencontre efficace entre l'offre et la demande. Le courant néoclassique identifiera cinq conditions pour qu'un marché atteigne son équilibre général, et ainsi, performer efficacement : l'atomicité (1), l'homogénéité (2), la libre entrée (3), la transparence (4), et la libre circulation des capitaux (5).

En s'appuyant sur cette construction idéalisée d'un marché efficace, l'originalité de l'*impact investing* la place à un stade embryonnaire. Dernière arrivée en matière de stratégie d'investissement responsable, l'intérêt qu'il génère auprès des investisseurs est croissant, de bon augure pour une atomicité des acteurs futurs. En ce qui concerne la transparence, le carde

théorique ambigu ne permet pas un même niveau d'information pour tous. Nous verrons plus tard si la théorie du terrain viendra confirmer ce postulat.

Cependant, l'équilibre général obtenu par les conditions susmentionnées ne serait possible que selon l'hypothèse économique « toutes choses égales par ailleurs ». Or les comportements, pas toujours rationnels, des agents économiques dans la pratique font que bien souvent les marchés sont imparfaits (Grefe, 1994). En effet, lorsqu'on ajoute la dimension stratégique qui régit les interactions entre les agents économiques en influençant leur rationalité, et qu'on introduit l'incertitude informationnelle qui caractérise les activités économiques (Harsanyi, 1967), on observe bien souvent que l'équilibre atteint est sous-optimal (théorie des jeux).

Efficacité dans la théorie financière : efficience des marchés

L'*impact investing* appartenant aux marchés financiers (qui pour certains représente en lui-même une classe d'actifs (O'Donohue et al., 2010)), il paraît pertinent de définir également dans quelle mesure ce dernier est efficace. Les cinq hypothèses de la concurrence pure et parfaite de la théorie économique pouvant être adaptées à n'importe quel marché, il est donc opportun d'y attribuer une influence sur la théorie financière des marchés. Mais, c'est à l'économiste américain Eugène Fama, prix Nobel 2013, que revient la paternité de la théorie de l'efficience des marchés (Jensen, 1978 ; Hamon, 2003).

Dans *Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work* (1970), Fama est un des premiers à en donner une définition explicite : « Un marché "efficient" est défini comme un marché dans lequel un grand nombre d'agents rationnels maximisant leurs profits sont activement en concurrence, chacun essayant de prédire les valeurs de marché futures, et où les informations importantes sont presque librement accessibles à tous les participants. Dans un marché efficace, la concurrence entre les nombreux participants intelligents conduit à une situation où, à tout moment, les prix réels des titres reflètent déjà les effets d'informations basées à la fois sur des événements déjà survenus et sur des événements qui, à partir de maintenant, le marché s'attend à avoir lieu à l'avenir. En d'autres termes, dans un marché efficace à tout moment, le prix réel d'un titre sera une bonne estimation de sa valeur intrinsèque » (Fama, 1965). L'innovation dans l'apport de Fama se situe dans ce qu'il appelle la théorie de l'efficience informationnelle des marchés financiers. Cette théorie identifie trois formes d'efficience : l'efficience faible, l'efficience semi-forte, et l'efficience forte. Ces strates d'efficience révèlent le degré de flexibilité des informations disponibles et accessibles aux parties prenantes. Dans l'efficience faible, l'information sur un actif est renseignée par ses performances historiques (Mignon, 2008). Dans l'efficience semi-forte, l'information sur un actif est publique et disponibles (rapports annuels, communiqué de presse, etc.) (Albouy, 2005). Et dans l'efficience forte, l'ensemble de l'information comprend, en plus de l'information publique, toute information privée (Mignon, 2008).

Sur ce point, la littérature académique a démontré dans son ensemble une définition stricte de l'*impact investing*. Nous verrons dans le cadre de notre recherche, le degré d'efficience du marché impact selon Fama.

3.3. De l'ambiguïté à un marché

Les sciences économiques et sociales nous enseignent que l'ambiguïté est caractéristique de la vie économique. Sachant que cette même vie économique est alimentée par les interactions entre acteurs, lui rendant un aspect social (Bourdieu, 2000). Par conséquent, l'ambiguïté serait une condition *sine qua non* à l'émergence d'un marché. Nous avons donc opté pour la suite de notre travail, étudier comment émerge un marché en période d'incertitude (DiMaggio et Powell, 1983).

Attitude face à l'ambiguïté

Pour tenter de comprendre le comportement des individus confrontés à un environnement incertain, la littérature a combiné les études économiques (Cohen, Said, Jaffray, 1985) des études psychologiques (Curley, Yates et Abrams [1986] ; Frisch et Baron [1988] ; Heath et Tversky [1991] ; Fox et Tversky [1995] ; Hogarth et Einhorn [1990] ; Taylor [1995] ; Rode, Cosmides, Hell et Tooby [1999] ; Smithson [1999]). Il en est sorti que l'influence de l'ambiguïté est multiple, à plusieurs niveaux, et que les réactions des individus face à cette dernière sont tout aussi diverses (Payne, Bettman et Johnson, 1993).

La dimension sociale des interactions entre les individus qui régissent les activités économiques, nous emmène à étudier l'attitude du marché selon ce vocable (Hoffman, 1999, 2001). Dans les conclusions apportées par les ouvrages de Goffman, les acteurs réagissent à l'ambiguïté par le questionnement. À la question « que se passe-t-il ici ? » les individus concernés par cette même question interagissent pour y apporter une réponse collective en prenant en compte les considérations de chacun, dans ce que l'auteur qualifie de phase de « travail de signification ». De ce point de vue, les individus disposent d'une marge de manœuvre pour définir la situation dans laquelle ils évoluent. Émerge alors ce que l'auteur appelle de « ordre de l'interaction », qui au même titre qu'un ordre moral ou juridique, est un ordre normatif qui se négocie naturellement entre les acteurs (Goffman, 1974, 1988b)

De l'ambiguïté à la coordination

Suite à ce questionnement, procurant une certaine autonomie aux participants de relativement définir le marché dans lequel ils évoluent, émergent alors les prémices d'une coordination. Cette coordination jalonnant le début de la structuration du marché, est observable à deux niveaux : dans un cadre primaire et dans un cadre secondaire (Goffman, 1974).

Une situation donnée peut être perçue comme un espace de dialogue donnant lieu à plusieurs interactions entre différents types d'acteurs qu'il est nécessaire d'encadrer pour en saisir le fonctionnement et les pratiques : « Est primaire un cadre qui nous permet, dans une situation donnée, d'accorder du sens à tel ou tel de ses aspects, lequel serait dépourvu de signification » (Goffman, 1974). Le cadre primaire, servant de référence (Thornton et Ocasio, 2008), renvoie à la situation où les acteurs parviennent à une compréhension consensuelle et pragmatique des activités qu'ils exercent. Dans le cadre primaire, l'expérience revête un caractère vocationnel, les acteurs sont touchés émotionnellement et psychologiquement par la situation qui les pousse à s'engager sans rémission en se disant que c'est la bonne chose à

faire. Telle en est l'analyse de Goffman, dans ce qu'il désigne dans *Frame Analysis* la phase « d'absorption ». Cependant la vulnérabilité de ce cadre réside dans la multiplicité des significations qui naissent des interactions subjectives des acteurs. D'où l'attention particulière portée à la phase de « transformation », qui caractérise le passage d'un cadre primaire à un cadre secondaire.

Effectivement, avec le temps, le cadre primaire se « transforme » et devient secondaire de deux manières : par modalisation, ou par fabrication. Par la première transformation, Goffman entend par mode « un ensemble de conventions par lesquelles une activité donnée, déjà pourvue d'un sens par l'application d'un cadre primaire, se transforme en une autre activité qui prend la première pour modèle, mais que les participants considèrent comme sensiblement différente. On peut appeler modalisation ce processus de transcription » (Goffman, 1974). Par la modalisation, les acteurs savent ceux qu'ils font car l'interprétation du cadre primaire est soutenue par des conventions ou des règles communes qui légitiment leurs actions (Diehl et McFarland, 2010). Tandis que dans le processus de fabrication « certains participants agissent pour désorienter intentionnellement d'autres participants en faussant le cours des choses » (Goffman, 1974), Goffman ira même jusqu'à hiérarchiser les impacts selon trois types de fabrication : les fabrications « bénignes » aux conséquences négligeables, les fabrications « abusives » éthiquement condamnables, et les fabrications « illusoires ».

De la coordination au cadrage

Donc, l'accompagnement d'une activité qui fait face à des nouveautés conceptuelles nécessite un processus de cadrage. Rappelant qu'un marché est constitué d'individus sujets à des interprétations différentielles (Turner, 1969 ; Piven et Cloward, 1979 ; McAdam, 1982), le processus de cadrage s'inscrirait dans la continuation du travail de construction d'un marché où les actions des participants auraient du sens (Snow et Benford, 1992). En effet, un cadrage permettrait aux acteurs de « localiser, percevoir, identifier, et étiqueter les événements dans leurs espaces » (Bateson, 1954 ; Goffman, 1991), et ainsi d'interagir plus sereinement. Plus que des règles, le cadrage permet au marché de se doter de maximes qui tenteront d'orienter les actions des acteurs (Wieder, 1974).

Assurément, un cadrage réussi dépendrait de la transformation du cadrage primaire au cadrage secondaire. Une transformation qui garantirait la conservation de l'identité définit dans le cadre primaire, et qui depuis, guide les actions des participants (Hoffman, 1999 ; Werner et Cornelissen, 2014). En effet, le processus de transformation intègre des conventions censées structurer et faire évoluer le cadre primaire. Ces conventions prennent la forme de « strates » (Goffman, 1974 ; Diehl et McFarland, 2010). La stratification implique que, de l'interaction des participants sur le terrain, émerge une série de conventions qui serviront de repères et de « template » d'action (Cornelissen & Werner, 2014 ; Fligstein et McAdam, 2011). Ces strates servent tout aussi bien aux acteurs qui forment le marché, mais renseignent aussi ceux qu'ils n'y sont pas mais qui auraient potentiellement un intérêt particulier à intégrer la dynamique. L'interaction des acteurs, avec le lot d'interprétations, de contradictions et de négociations qu'elle implique, contribuera à l'émergence d'un ordre normatif composé de strates qui viennent se greffer au fur et à mesure que le marché évolue (Iemieux, 2009). Entre autres, Goffman qualifie de *rekeying*, ces stratifications successives qui viennent modifier le cadre primaire, et réorienter les comportements et les points de vue des participants (Diehl et McFarland, 2010).

Cependant, la vulnérabilité de ce processus réside dans ce qui par ailleurs en fait sa force : l'interaction entre acteurs subjectifs. En effet, les positions et comportements divergents entre les participants pourraient tirer en longueur la structuration de l'activité, et en gripper son expansion. C'est pour cela, que l'ordre normatif doit concevoir des limites. Ces limites, dans le processus de cadrage, constitue la frontières, la bordure, ou encore la frange (Goffman, 1974). La frange, représente la dernière strate qui, dans l'idéal, vient aboutir le processus de cadrage.

Rôle de l'ambiguïté

Dans le processus de cadrage énoncé ci-dessus, l'interaction d'acteurs aux opinions diverses sous-entend automatiquement l'omniprésence de l'ambiguïté. Qu'elle soit volontaire ou inconsciente, des récentes études ont souligné le rôle positif que peut jouer l'ambiguïté dans le cadrage d'une activité (Ferraro et al., 2015 ; Litrico et David, 2017 ; Van Wijk et al., 2013). Ces études démontrent entre autres que l'ambiguïté permet de mobiliser un grand nombre d'acteurs (Ferraro et al., 2015 ; Litrico et David, 2017 ; Van Wijk et al., 2013), d'élargir les champs d'action (Gioia et al., 2012 ; Jarzabkowski, Sillince, et Shaw, 2012), et de parvenir à la collaboration d'acteurs aux intérêts divers (Sillince, Jarzabkowski, et Shaw, 2013), voire contradictoires.

En outre l'ambiguïté a révélé avoir un impact sur les trois composants principaux qui articulent le cadrage d'un concept : le diagnostic, le pronostic, et l'élément motivationnel (Benford et Snow, 2000 ; Entman, 1993). Dans l'approche diagnostique, les participants définissent la situation dans laquelle ils évoluent tout en identifiant les points d'attention et les responsabilités de chacun (Benford et Snow, 2000 ; Entman, 1993). Ensuite, l'approche pronostique observe les pistes de solution, ou les stratégies à implémenter pour parfaire les éléments retenus dans le diagnostic (Benford et Snow, 2000 ; Entman, 1993). Et enfin, l'approche motivationnel renvoie à la capacité de mobiliser les participants à s'impliquer réellement dans le processus de transformation, ou l'évolution de l'activité.

Le tableau suivant illustre l'impact de l'ambiguïté sur les trois composants du cadrage, dépendamment de son échelle, faible, petite, ou forte ambiguïté :

	Diagnostic	Pronostic	Motivationnel
Forte ambiguïté	<p>Importante marge de manœuvre laissée à l'interprétation des acteurs dans l'identification du problème et de leurs responsabilités</p> <p><i>Risque : mauvaises interprétations</i></p>	<p>Discussions ouvertes sur les mesures à implémenter qui n'impliquent pas d'engagement particulier.</p> <p><i>Risque : pas de contrainte explicite, donc pas de compte à rendre des acteurs</i></p>	<p>Pas de sentiment d'urgence qui pousserait les acteurs à agir.</p> <p><i>Risque : aucune dynamique pour l'action</i></p>
Petite ambiguïté	<p>Vision assez claire et harmonieuse du problème qui permet entre autres de favoriser la coopération des acteurs.</p>	<p>Suffisamment d'éléments pour entamer des changements progressifs, couplées à des mécanismes de responsabilisation.</p>	<p>Le cadre suffisamment clair et borné permet d'initier des actions fortes et ciblées.</p>
Faible ambiguïté	<p>Le problème est inséré dans un cadre trop rigide ne laissant pas la place à la remise en question.</p> <p><i>Risque : peu d'acteurs se sentent concernés, peu de réponse sur le terrain</i></p>	<p>Un modèle d'action trop normatif.</p> <p><i>Risque : rejet des acteurs</i></p>	<p>Le cadre est trop articulé de force.</p> <p><i>Risque : inhibition des acteurs</i></p>

Figure 13. L'impact de l'ambiguïté sur la théorie du terrain

Source : Reproduit, traduit, et adapté de l'article de C.Feront et S. Bertels

Prenons le cas d'une ambiguïté forte pour commencer. Le tableau ci-dessus nous renseigne que dans ce cas, au niveau diagnostic, une forte ambiguïté laisse la place à une multitude d'interprétations. Ces interprétations sont difficilement conciliables, et engendre des « fausses connexions » entre les participants (Goffman, 1974). L'ambiguïté est si importante, que les acteurs ne savent ni définir l'environnement dans lequel ils évoluent, ni prendre le recul nécessaire pour assigner les responsabilités de chacun. En effet, ce climat d'incertitude

ne permet pas d'implémenter des politiques efficaces dans la phase de pronostic, dans la mesure où les participants ne se sentent pas directement concernés. Pour terminer sur ce point, au niveau motivationnel, le manque de directives fédératrices causé par une ambiguïté trop forte, ne permet pas d'enclencher une dynamique collective visant à transformer de cadre, l'urgence étant considérée comme moindre.

Pour ce qui est d'une faible ambiguïté, le cadre est strict, et laisse peu d'autonomie aux acteurs dans la phase de diagnostic. Dans ce cadre, les politiques définies dans l'approche pronostique sont de nature à être exclusives. Au niveau motivationnel, la rigidité causée par une faible ambiguïté inhibe l'engouement des acteurs à participer au changement, ne considérant pas être concerné par l'urgence.

Enfin lorsqu'on parle d'une petite ambiguïté, on entend par là une ambiguïté instrumentale. Dans ce cas, l'ambiguïté est habilement gérée de manière à procurer assez d'éléments permettant aux participants de définir les enjeux au niveau diagnostic. En effet, dans ce cadre, des politiques concrètes et bien ciblées dans la phase de pronostic, permettent le progrès, l'encadrement, et le développement de l'activité (Bromley et Powell, 2012 ; Edelman, 1992). Et en ce qui concerne l'aspect motivationnel, une ambiguïté instrumentale consent un template d'action suffisamment parlant pour la majorité des acteurs, incitant ainsi le passage à l'action.

Risques de l'ambiguïté

Malgré le fait que certaines études aient démontré les vertus de l'ambiguïté dans le cadrage d'une activité (Ferraro et al., 2015 ; Litrico et David, 2017 ; Van Wijk et al., 2013 ; Gioia et al., 2012 ; Jarzabkowski, Sillince, et Shaw, 2010), d'autres ont relevé une inquiétude lorsque cette ambiguïté n'est pas contrôlée (Gioia et al., 2012). En effet, non seulement l'instrumentalisation de l'ambiguïté doit être fine, mais cette dernière ne devrait pas durer dans le temps, de peur de s'accroître, et d'exposer l'activité à des risques inhérents à une forte ambiguïté (Gioia et al., 2012 ; Howard-Grenville et al., 2016 ; Meyer & Höllerer, 2016).

En effet, l'ambiguïté peut s'avérer avoir des conséquences négatives. Lorsqu'elle n'est pas contrôlée, l'ambiguïté peut freiner le développement d'un marché, laissant la place à des tensions idéologiques et politiques (Sillince et Mueller, 2007), à des divergences d'intérêt entre les acteurs (Howard-Grenville et al., 2016), ces derniers ne se sentant pas responsables de la situation (Meyer et Höllerer, 2016), compliquant la mise en place de nouvelles pratiques (Edelman, 1992 ; Etzion et Ferraro, 2010), et diminuant l'implication des acteurs à transformer le cadre (O'Sullivan et O'Dwyer, 2015).

Par ailleurs, un cadre ambigu, qui caractériserait un marché ambigu, insinuerait que l'information sur les produits et services qui circulent dans ce marché a de grandes chances d'être ambiguë aussi. En économie, les conséquences d'une incertitude ambiante autour d'un produit, ou d'un service, ont fait l'objet d'études faisant apparaître les hypothèses d'asymétrie d'information, de sélection adverse, et d'aléa moral (Arrow, 1963 ; Akerlof, 1970), qui ont un impact non seulement sur la rencontre de l'offre et la demande, mais également sur l'écosystème productif.

De l'ambiguïté à l'asymétrie d'information

Si on reprend le modèle de concurrence pure et parfaite de la théorie économique qui optimiserait la performance d'un marché, l'ambiguïté qui influence les décisions économiques (Knight, 1921 ; High, 1994 ; Schackle, 1972), viendrait contester l'hypothèse de transparence. En effet, un marché est constante évolution (Kirzner, 1992), et ce dynamisme fait que l'information qui y circule n'est pas toujours symétrique (Arrow, 1963 ; Akerlof, 1970). Pour aborder le sujet de manière générale, l'asymétrie d'information renvoie à la situation où l'information est connue, perçue, et comprise différemment entre les acteurs économiques qui composent le marché (Laffont, 1985). Cette asymétrie d'information, conduit selon la théorie économique contemporaine aux problèmes de sélection adverse et d'aléa moral (Akerlof, 1970 ; Alsberg, 1931 ; Arrow, 1963 ; Chamberlin, 1953b ; Darby et Karni, 1973, 1975 ; Nelson 1970, Stiglitz, 1987).

Le risque de sélection, ou d'antisélection est *ex-ante*. Il intervient lorsque la qualité de l'information est déséquilibrée entre l'offre et la demande (Chamberlin, ([1933] 1953a, 1953b). L'origine de cette asymétrie d'information peut être soit substantielle (Alsberg, 1931 ; Chamberlin, 1953b), soit formelle (Akerlof, 1970 ; Klein et Leffler, 1981). Dans le premier cas, l'ambiguïté dans l'information permet la manipulation d'un produit quitte à en altérer sa propriété originelle. Dans le second cas, l'ambiguïté ne permet pas seulement de modifier légèrement les propriétés d'un produit, mais de complètement faire passer des mauvais produits pour des bons produits. Même si a priori les degrés d'asymétrie d'information ne sont pas les mêmes entre les deux types d'asymétrie mentionnés précédemment, ils ont pour conséquences d'impacter la performance d'un marché, voire de le couler. En effet, une asymétrie d'information substantielle qui perdurerait, dénaturerait le produit jusqu'à sa désintégration. Tandis qu'une asymétrie d'information formelle baisserait la qualité des produits du marché. Dans les deux cas le marché n'est pas « paréto-optimal », car s'applique la loi de Gresham : « les mauvais produits chassent les bons ».

Toutefois le risque moral, ou l'aléa moral est *ex-post*. Souvent utilisé dans la littérature des contrats ou dans celle de l'assurance, l'aléa moral résulte dans l'incapacité pour un principal, de déterminer le comportement d'un agent après un engagement contractuel bilatéral (Pauly, 1980 ; Arrow, 1986). En effet, au moment d'un engagement contractuel, soit les deux parties sont sur la même longueur d'onde, au mieux le principal dispose d'outils lui permettant d'observer le respect des engagements pris. Or, cet optimum n'est pas réalisable, et l'ambiguïté favorise entre autres ce risque, dans la mesure les engagements se font dans un cadre incertain.

Dans les deux cas, l'intégrité du marché est menacée, et l'absence ou l'asymétrie d'information peut causer la disparition du marché.

Conclusion de cette partie

Voici le cadre dans lequel évolue continuellement la conscience collective. À travers des négociations, des adaptations, et des transformations, le cadrage d'une activité débouchera sur un postulat à partir du moment où les acteurs partageront les mêmes convictions et repères vis-à-vis de de l'évolution du concept. Validant le postulat que la connaissance s'acquiert avec l'expérience et son lot de difficultés qui lui caractérise, et non seulement par l'accumulation de l'information (Foray, 2000).

Cependant, comme nous l'avons démontré au début de ce chapitre, même si au départ on accorde des vertus promotionnelles à l'ambiguïté, l'entendement global désiré ne se reflète pas toujours dans la réalité, car en pratique le cadrage s'effectue souvent avec des acteurs différents qui tentent de s'aligner avec les transformations qu'impliquent le cadrage nonobstant le fait que eux-mêmes doivent procéder à des transformations intrinsèques pour suivre la tendance, ce qui rend l'exercice plus compliqué et entraîne bien des fois une instrumentalisation de l'ambiguïté.

4. Méthodologie de recherche

Les chapitres précédents nous ont permis d'analyser théoriquement l'*impact investing*, tout en relevant les ambiguïtés terminologiques, conceptuelles, et intrinsèques à l'écosystème qui le compose. Nous avons également complété l'étude d'une analyse de la notion d'ambiguïté selon les académiques, et de son impact théorique sur l'efficacité d'un marché. Ce travail en amont, nous aura permis d'appréhender l'influence de l'ambiguïté sur l'efficacité d'un marché. Dans la méthodologie qui va suivre, il s'agira de faire l'état des lieux de l'*impact investing* auprès des parties prenantes belges.

4.1. Question de recherche

En outre, en plus de s'inscrire modestement dans la liste des outils permettant au lecteur d'appréhender les enjeux de l'*impact investing*, l'objet de ce mémoire est d'identifier **les effets de l'ambiguïté sur l'efficacité de l'*impact investing***. Pour ce faire, nous analyserons le secteur de l'*impact investing* en Belgique, organisé autour de Solifin – le tout premier réseau Belge des acteurs de la finance éthique et durable lancé par la coopérative de crédit et de placements éthiques Crédal, le fonds impact spécialisé dans l'alimentaire Scale-Up, le fonds à impact social de Piet Colruyt Si2 Fund, le fond de financement citoyen et participatif Citizenfund, la banque durable Triodos, la plateforme de crowdfunding LITA.co et le fonds de développement Village Finance.

4.2. Outil de récolte de données

Méthodologie qualitative

Par l'analyse qualitative, la réflexion de cette étude suivra une démarche inductive (Strauss et Corbin, 1990), à savoir la méthode scientifique qui tire des conclusions générales à partir d'hypothèses individuelles en quatre étapes : l'observation, l'analyse, la dérivation inductive d'une généralisation des faits observés, et la vérification. Pour cela, nous allons mener une série d'interviews auprès des parties prenantes, afin de comprendre leurs comportements et leurs interprétations face à ce marché (Miles et Uberman, 1994) et saisir leurs conceptions des enjeux quant à l'avenir de l'*impact investing* dans le contexte faisant l'objet de la problématique du mémoire (Vandercammen et Gauthy-Sinéchal, 2004, p.110). Les interviews sur le terrain ont été réalisés pendant les mois de juillet et août, par visioconférence.

4.3. Collecte de données

La collecte de données a fait l'objet d'une série d'entretiens individuels semi-dirigés dont on a pris soin d'enregistrer avec l'autorisation préalable de l'interviewé. Par ce procédé, nous émettons l'hypothèse que les parties prenantes sont rationnelles, et par conséquent, connaissent les enjeux de l'*impact investing*. D'où l'importance pour notre outil de collecte (figure 14) de reprendre des questions qui n'influenceraient pas les points de vue des intervenants, de tel sorte à laisser émerger des éventuels nouveaux concepts.

Guide d'entretien

Dans le cadre de mon mémoire de fin d'année de master, je me suis intéressé à l'avenir de *l'impact investing* dans le milieu professionnel belge. Et en creusant dans mes recherches, ajoutant à cela ma petite expérience passée dans un fonds d'investissement impact, force est de constater une ambiguïté ambiante autour du concept. De plus, cette ambiguïté est observable également dans la littérature scientifique, d'où l'objectif de l'entretien suivant in fine à évaluer l'impact de cette confusion sur le développement de *l'impact investing*.

Questions

Rubrique n°1 : Ambiguïté terminologique

- Comment définiriez-vous *l'impact investing* ? en termes d'impact ? de rendement ? de mission ? de valeur ? d'objectif ?
- Avez-vous d'une manière ou d'une autre déjà été remis en question sur ce point par un autre acteur impact ?

Rubrique n°2 : Ambiguïté entre l'offre et la demande de financement

- En tant qu'offreur de financement, sur base de quels critères identifiez-vous vos entreprises cibles ?
- En tant que demandeur de financement, qui sont pour vous les investisseurs impacts ? et sur base de quels critères les identifiez-vous ?
- En tant qu'offreur de financement, comment mesurez-vous le rendement non-financier ?

Rubrique n°3 : Perspective sur les effets de l'ambiguïté

- Des études ont montré les effets vertueux et les inconvénients de l'ambiguïté lorsqu'elle est maîtrisée, à quel degré d'ambiguïté pensez-vous que nous sommes en Belgique ? quelle est votre vision sur ce point ?

Figure 14. Liste de questions aux interviewés

Champs d'analyse

Comme mentionné au début de ce chapitre, nous allons nous intéresser au marché de l'*impact investing* Belge, via le réseau Solifin qui en rassemble plusieurs catégories d'acteur (figure 15). Par conséquent, la récolte de données sera effectuée auprès des membres du réseau Solifin, mais également chez les non-membres qui entendent tout de même participer à l'écosystème impact belge. Cette cible nous permettra de produire une analyse pragmatique à partir témoignages subjectifs, et de mieux comprendre les opinions et les comportements de chacun dans la pratique face à l'impact de l'ambiguïté sur l'état d'avancement de l'*impact investing* (Giroux et Tremblay, 2002, p.160).

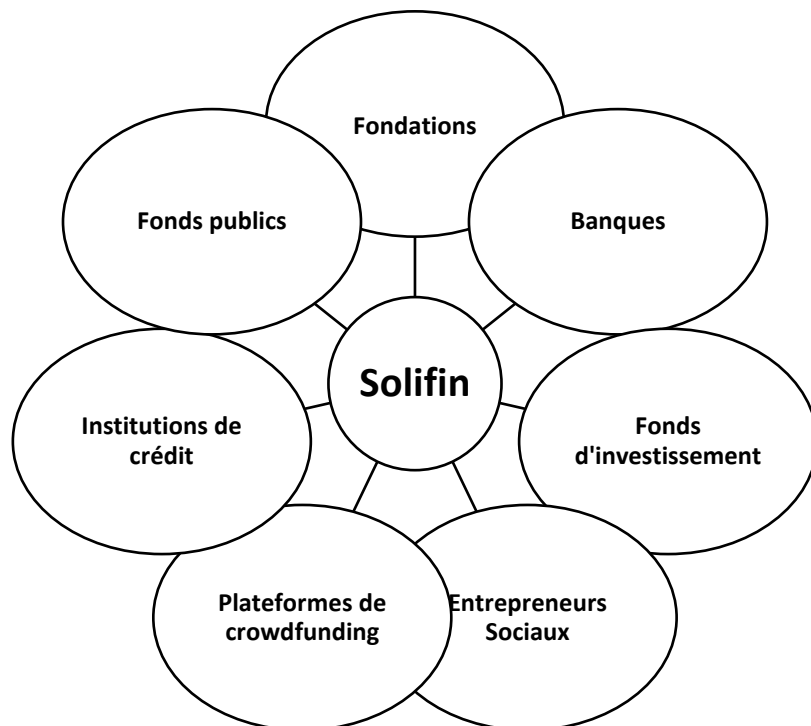


Figure 15. Les catégories d'acteurs du réseau Solifin

Source : Reproduit et adapté de solifin.be

Présentation des personnes interrogées

Compte tenu de la diversité des organisations présentes dans l'écosystème *impact investing*, Le profil des personnes interrogées ont tenté de respecter cet aspect, en réunissant des spécialistes de l'impact ou des cadres à la tête d'institutions impact, comme l'illustre le tableau suivant :

#	Date de l'entretien	Interviewé	Organisation	Type	Fonction	Description	Site web
1	14-07-20	Olivier De Duve	Inventures Investment Partners	Fonds	Managing Partner	Olivier est CEO d'Inventures Investments Partners, un fonds d'investissement Venture Capital à impact social et environnemental belge actif en Europe	https://www.inventures.fund/
2	24-07-20	Sevan Holemans	Solifin	Réseau	Managing Director	Sevan est le directeur de Solifin : "Le réseau belge de référence qui réunit les acteurs de la finance éthique et durable"	https://solifin.be/
3	29-07-20	Bernard Bayot	Financité	Réseau	Managing Director	Bernard est le directeur de Financité : "Un réseau belge dont le but est de promouvoir l'éthique et la solidarité dans les rapports à l'argent"	https://www.financite.be/
4	29-07-20	Anne-Laure Rase	Change - Crédal Social Innovation Fund	Fonds Crédit	Business & Impact Analyst	Anne-Laure est analyste impact chez Change : "Un fonds d'investissement à impact social géré par Crédal"	https://www.credal.be/actualites/change
5	29-07-20	Alex Houtart	Inventures Investment Partners	Fonds	Impact Manager	En plus d'être Impact Manager chez Inventures Investment Partners, Alex est un "Expert en finance durable, avec 17 ans d'expérience dans le financement de PME. Il est à l'origine de la stratégie de finance durable de la BNP Paribas Fortis, et du ComboBond, une obligation européenne verte"	https://www.inventures.fund/
6	31-07-20	Patrick Saumerhausen	Funds for Good	Fonds	Managing Partner	Patrick est CEO de Funds for Good : "Funds For Good a pour objectif de maximiser son bénéfice pour en reverser 50% (avec un minimum de 10% des revenus) à son projet social Funds For Good Impact dans lequel tous les membres de l'entreprise investissent 25% de leur temps"	https://www.fundsforgood.eu/home/
7	13-08-20	Corentin Scarcez	Finance.Brussels/Groupe SRIB	Fonds public	Public & Impact VC	Corentin est analyste financier chez Finance&invest.brussels : "Le groupe formé par la Société Régionale d'Investissement de Bruxelles (SRIB) et ses filiales, finance.brussels/groupe SRIB est le pôle de financement public de la Région de Bruxelles-Capitale. Sa mission première consiste à soutenir la création et la croissance d'entreprises"	https://www.finance.brussels/

Figure 16. Liste des acteurs interrogés

4.4. Analyse des données

Méthodologie « à la Gioia »

La recherche qualitative a longtemps été accusé de manquer de rigueur par les académiques (Gartner et Birley, 2002). Ce qui explique entre autres le fait que la grande majorité des recherches à l'international soient quantitatives (Chandler et Lyon, 2001 ; Mullen et al., 2009 ; Neergaard et Ulhøj, 2007 ; Giacomini et Janssen, 2009 ; Hlady Rispal et Jousion-Laffitte, 2014).

L'objectif principal de notre étude étant de faire l'état des lieux du marché de l'*impact investing* belge, Etant donné que les données seront collectées via des entretiens semi-directifs viseront à faire sortir les observations des intervenants sur les effets de l'ambiguïté dans le marché dans lequel ils évoluent.

Pour ce faire, Gioia et Chittipeddi (1991) ont conçu une nouvelle approche de la méthodologie inductive, qui permet de parvenir à un nouveau concept théoriquement rigoureux, à partir de multiples postulats qui peuvent émerger lors des interviews menées. Cette analyse de données implique une identification de thèmes, et la construction d'hypothèses, afin d'établir

les liens entre ces deux paramètres (Tesch, 1990). Plus précisément, la méthodologie « à la Gioia » implique que l’encodage des données se fera sur un tableau à trois colonnes (voir annexe) :

- Dans la première colonne – *1st Order Concepts* – nous allons retranscrire les témoignages des intervenants
- Dans la deuxième colonne – *2nd Order Themes* – ces témoignages seront classés par thématiques
- Dans la dernière colonne – *Aggregate Dimensions* – il s’agira d’agréger en un mot, une théorie (Corley et Gioia, 2004).

En s’inspirant des enquêtes sociologiques sur la contribution de l’action collective, le cadrage de la *grounded theory* s’articulera autour des trois composants principaux qui illustrent la représentation commune de l’*impact investing* : le cadrage diagnostic qui illustre les enjeux, le cadrage pronostic qui identifie les points d’amélioration, et le cadrage motivationnel qui stimuler la nécessité de passer à l’action (Benford et Snow, 2000 ; Entman, 1993).

4.5. Interprétation des données

Ayant opté pour un raisonnement abductif, les données collectées feront l’objet d’une comparaison avec les théories développées dans la première partie de ce mémoire (Charmaz & Locke, 2011). En effet, l’analyse fera le rapprochement entre l’approche littéraire et l’approche empirique, de manière à évaluer si la pratique corrobore, ou pas, à la théorie.

5. Présentation des résultats

La première partie du travail a analysé les caractéristiques de l'*impact investing* qui en font théoriquement un concept ambigu. Dans ce chapitre, nous présentons les résultats des entretiens réalisés avec les parties prenantes belges, organisé autour du réseau Solifin. En s'inspirant des enquêtes sociologiques sur les études comportementales d'un groupe face à une expérience, la présentation de ces résultats suivra l'articulation du cadrage de l'action collective autour de ses trois composants principaux : le diagnostic, le pronostic et le motivationnel (Benford et Snow, 2000 ; Entman, 1993).

À noter également que le développement de l'analyse des résultats intégrera les citations des interventions dans le texte sans référencer l'interlocuteur. Ce choix tente de dynamiser l'analyse tout en gardant une certaine neutralité qui pourrait être influencée si l'on renseignait l'origine du commentaire. Bien évidemment, les tableaux des réponses des participants, présentés à chaque début de partie, permettront de sourcer la provenance des citations et de découvrir l'identité du locuteur.

5.1. Approche diagnostique

Rappelons que dans l'approche diagnostique, les acteurs définissent la situation dans laquelle ils évoluent, tout en identifiant les responsabilités et les points à améliorer. Dans le cas d'espèce, les acteurs interrogés font un état des lieux du marché de l'*impact investing* belge. En outre, les entretiens menés nous aurons permis d'observer les effets de l'ambiguïté sur le diagnostic établi par les parties prenantes, comme le montre le tableau suivant :

Figure 17. Résultat des entretiens (approche diagnostique)

Une définition malléable

Au regard des résultats des entretiens, les parties prenantes semblent partager « une base commune » dans la compréhension de *l'impact investing*, du moins dans les pratiques : « réaliser de l'impact » et « générer une rentabilité financière ». Pour autant qu'ils admettent évoluer dans un marché émergent « encore assez neuf » et relativement « petit », ils reconnaissent néanmoins que le terme reste « assez vaste » voire « très large ». Ces éléments justifient la pluralité des approches car « tout le monde met un peu ce qu'il veut derrière le concept de *l'impact investing* » et « chacun fait un peu à sa sauce ». En effet, même si les critères d'impact social positif et d'investissement financier sont plus ou moins intégrés dans les politiques d'investissement de tous, le fait qu'il y ait « autant de définition que d'acteurs » engendre des « petites différences ». En effet, les entretiens réalisés démontrent une subjectivité notoire dans la définition de *l'impact investing*. Ajoutant à cela qu'ils reconnaissent pour la majorité qu'il existe « beaucoup de visions différentes de ce que ça veut dire », cette subjectivité est observable par la locution « pour moi », en début de phrase de quasiment chaque intervenant lorsqu'ils commencent à décrire *l'impact investing*. L'ambiguïté laissant donc une certaine autonomie aux acteurs de définir l'environnement dans lequel ils évoluent, on observe une nuance, voire une dichotomie, dans les approches définitionnelles. Des différences notamment, dans la pondération entre les exigences financières et les exigences extra-financières. En outre, là où certains insistent sur le « et » pour marquer la neutralité entre l'aspect financier et l'aspect impact, et décorrélent quelque part le rendement financier du rendement sociétal, d'autres mettent l'accent sur la primauté de la mission social sur le gain financier, en spécifiant que l'investissement consenti doit avoir pour « objectif principal de générer un impact sociétal ».

En résumé, la tolérance entre les différentes approches ductile la définition de *l'impact investing*. Bien qu'il se forme une colonne vertébrale soutenue par les « trois grands piliers : l'intentionnalité, la mesure, et le rendement », la souplesse de la définition de *l'impact investing* permet aux acteurs de prendre « des positions dogmatiques », quitte à fragiliser la solidité de ces trois fondements dans leur quête de repère.

Une quête de repère

Premièrement, « *l'impact investing* participe aussi à cette grande ambiguïté autour du marché durable ». En d'autres mots, *l'impact investing* émerge dans un grand marché qui est lui-même sujet à des interprétations diverses, le marché durable. Par conséquent, en ajoutant à cela une définition malléable, l'ambiguïté dans *l'impact investing* laisse la place à des « discussions sans fins », « des querelles de sémantique », et à « des positions souvent dogmatiques », et ce, à tous les niveaux.

Au niveau identitaire, il y a ceux « se prévalent de *l'impact investing* » et ceux ce qui entendent faire de *l'impact investing*. Du coup, on observe des acteurs qui s'autodéterminent en plaçant le curseur vers « des positions politiques », tantôt orienté « à gauche » adhérant à une tendance « idéologique, plutôt anti-capitalistique quelque part », tantôt orienté à droite suivant une tendance plus « *for profit* » et « influencée par le GIIIN ». En effet, il y a « deux grandes tendances qui se dégagent ». Considérant qu'à l'origine « plusieurs acteurs de

l'impact investing étaient des acteurs issus de la philanthropie », et que maintenant que *l'impact investing* « ayant le vent dans le dos » attire les investisseurs traditionnels tels que les banques et les fonds institutionnels, force est de constater à l'issu des entretiens menés, que le besoin de repère identitaire fait débat. Ajouter à cela l'ambiguïté, cette situation favorise les jugements de valeurs entre les acteurs de l'écosystème, notamment avec des termes comme « *impact washing* ».

Au-delà de provoquer une recherche identitaire, l'ambiguïté dans *l'impact investing* entraîne aussi des débats, parfois « *hyper time consuming* (couteux en temps en français) », dans les pratiques. Ces polémiques s'articulant toujours autour des trois piliers de *l'impact investing* que relève les interviews, qui sont : l'intentionnalité de l'impact, la mesure de l'impact, et le rendement de l'impact. La présentation et l'analyse de l'effet de l'ambiguïté sur le pilier de la mesure de l'impact fera l'objet du chapitre suivant.

En ce qui concerne le pilier de l'intentionnalité, qui oppose « l'intention » à « l'opportunisme », indiquant que la mission sociétale doit être l'objet d'un engagement volontaire explicite de l'acteur impact, l'ambiguïté de *l'impact investing* fait que même sur ce point qui paraît pourtant évident, il peut quand même il y avoir des confusions. Notamment pour ce qui est un des « grand piège de la communication du secteur financier », source de « grosse grosse ambiguïté », la distinction à faire entre l'investissement socialement responsable (ISR ou SRI en anglais) et *l'impact investing*. En effet, tout part de l'intention. Là où le « SRI minimise l'impact négatif sur la planète, l'impact crée de l'impact positif », en d'autres termes, les deux concepts rentrent dans le marché de l'investissement durable, mais le premier (SRI) est plus vieux, et le deuxième (*l'impact investing*) en est « sa forme la plus aboutie en matière d'investissement durable », dans la mesure où il suit une stratégie plus proactive, expliquant ce pilier de l'intentionnalité. Dans ce contexte, une catégorie d'acteur accuse une autre catégorie, généralement les investisseurs classiques tels que les banques et les grands fonds, de proposer des produits ISR sous couvert de l'impact pour « attirer les clients » et rester « dans l'air du temps » en entretenant cette ambiguïté.

Toutefois, le sujet qui anime vraiment les débats, concerne celui du troisième pilier du rendement financier, notamment du niveau d'exigence de ce dernier. En effet, l'ambiguïté dans *l'impact investing* fait qu'il n'est pas spécifié un niveau de rentabilité financière minimum ou maximum, donnant l'espace à des positionnements différents sur la question. Rappelant qu'à la base du mouvement au sortir de la crise de 2008, *l'impact investing* rassemblait essentiellement des philanthropes, ainsi, le postulat était de dire « soit je dois choisir pour faire de l'impact, soit je dois choisir pour faire un return, et plus je fais du return et nécessairement je fais moins d'impact, et plus je fais de l'impact nécessairement je fournirais moins de return », établissant une relation inverse entre le rendement financier et le rendement extra-financier. Même si cette vision semble « dépassée » par certains aujourd'hui, force est de constater, au regard des entretiens, que les perspectives divergent sur la question, et entrent parfois en conflit. Et Pourtant, l'expérience a montré qu'il était possible de réaliser « des investissements extrêmement profitables qui sont créateurs de valeur sociétale comme dans l'énergie renouvelable » et que la philanthropie et l'aide au développement pouvaient avoir « aucun impacts », voire s'avérer être « contre-productives »

à long terme, comme le démontre la gestion de certaines crises humanitaires avec l'exemple suivant : « si tu arrose un pays en voie de développement avec des liquidités gratuites, subventionnant par exemple des médecins étrangers qui viendraient pour pouvoir subvenir aux besoins de la population locale, afin de bien entendu dans un premier temps, pouvoir offrir des services médicaux gratuits à une population qui n'a plus rien, génère à long terme un effet négatif tel que le même médecin, ou un autre médecin qui a fait les mêmes études, mais qui est local et qui a besoin d'une patientèle payante pour pouvoir se nourrir, n'a plus aucune chance de recevoir qui que ce soit, et donc arroser des économies de liquidités gratuites n'est pas la bonne manière de relancer une économie en tout cas sur le long terme, mais la meilleure manière de continuer à maintenir le pays dans un état de dépendance total, et l'empêcher de se révéler ». Malgré ces évidences, on observe quand même des débats idéologiques entre ce qu'on appelle « les *finance first* et les *impact first* ». Des positions dogmatiques entre ceux qui voient une relation inverse entre l'impact et le gain financier, « *there is no free lunch*, si on veut véritablement qu'il y est de l'impact social et environnemental, il faut accepter d'être un peu moins gourmand sur le plan du rendement financier », et ceux qui trouvent cet a priori « complètement grotesque ».

En outre, cette dichotomie est à l'origine des différents focus présents dans l'*impact investing*. Effectivement, si le retour social est commun aux acteurs impact, c'est dans le côté « *investing* » que ça diverge. Généralement, on observe trois grandes tendances vers quoi tendent les investissements impacts : « l'infrastructure, la technologie, et les petites entreprises locales ou les entrepreneurs sociaux ». À noter ici que les investissements dans des « grosses boîtes corporates » sont très rares, voire inexistants en Belgique, *a fortiori*, « très peu de sociétés impacts côtés ». Considéré comme un marché « réduit », les investissements impacts en Belgique représentent « une petite poche », et proviennent généralement de « tout petit fonds ». Finalement, cette dichotomie permet en outre d'observer deux courants : un, influencé par les SDGs (*Sustainable Development Goals*) de l'ONU regardant ses « 169 sub-SDGs (sous objectifs) » et l'autre, plus « idéaliste », davantage tourné vers des projets sociétaux locaux.

Cette quête de repère qui se ressent à travers les entretiens menés démontre bien que l'*impact investing* est encore à ses débuts : « On sent qu'on est au début de l'*impact investing*, et que c'est encore neuf pour pas mal de gens quand même ». Et hormis le fait que l'ambiguïté permette des trajectoires différentes, une dynamique de transformation incrémentale est entreprise pour clarifier tout ça, et faire évoluer le marché.

Une transformation incrémentale

« Parce que on a toujours peur de l'inconnu ». En effet, la nouveauté de l'*impact investing* fait qu'il est difficile d'échapper à la quête de repère qui vise à appréhender l'inconnu, comme avec l'ISR en son temps, qui est pourtant devenu « *mainstream* » aujourd'hui : « Après la crise de 2008, on a commencé à faire ce qu'on appelle les Investissement Socialement Responsables dans les grosses banques, le SRI, et là aussi ça été des discussions sans fins pour savoir est-ce que c'est vraiment bien ? est-ce que c'est vraiment responsable ? il y a-t-il pas des problèmes de rentabilités ? est-ce que le marché existe ? les gens n'en veulent pas ? ». Cependant la mission sociétale de l'*impact investing* est comprise, et le mouvement suscite

de l'intérêt : « Aujourd'hui les banques sont en train de rattraper le mouvement », « les investisseurs institutionnels sont à la recherche de financement à accorder qui soit avec un impact social et/ou environnemental ». Les acteurs interrogés reconnaissent donc que l'ambiguïté favorise une dynamique verticale, dont certaines organisations tentent d'accompagner, tel que le *Global Impact Investing Network* (GIIN) et la Commission européenne : « Le degré d'ambiguïté est assez grand, sur une échelle de 1 à 10, je dirais presque 6 ou 7, même s'il y a un gros travail qui est fait par des organisations comme le GIIN pour clarifier tout ça », « Maintenant il y a un gros travail de la Commission européenne aussi sur la finance durable qui va un peu harmoniser tout ça. Donc c'est en train de se clarifier ».

Si ce travail d'accompagnement est nécessaire, c'est parce que la conversion à l'*impact investing* dans les pratiques est encore incrémentale, l'ambiguïté permettant à certains de ne pas s'engager radicalement dans le changement : « l'ambiguïté est immense, et entretenue par le secteur financier, qui se rend bien compte que l'*impact investing* est indispensable, mais qui ne sait pas très bien ce que c'est l'impact, et est incapable de proposer des projets impacts qui correspondent au risque/return qu'elles attendent, Sauf pour l'infrastructure. Donc certains choisissent de tricher sur ce que c'est l'impact en refourguant du SRI ». En effet, même si certains reconnaissent qu'il y a aujourd'hui « suffisamment de bons acteurs sur le terrain », d'autres en revanche observe un écosystème inefficace : « [...] Une très grosse demande qui n'est pas du tout rencontrer par l'offre. L'offre, que ce soit l'offre bancaire, les fonds d'investissement, que ce soient les fonds *impact investing*, globalement ne répondent absolument pas de manière significative à cette demande du public, ni sur le plan qualitatif, ni sur le plan quantitatif ».

Sous-conclusion : Délimiter l'impact investing

En regardant plus loin, les positions dogmatiques de nature à satisfaire les égos font perdre plus de temps qu'autres choses : « Toutes ces discussions sont hyper *time consuming*, vraiment crevante, c'est de matière qu'à ne pas être d'accord entre nous ». Entre les puristes de l'impact d'un côté, et les nouveaux convertis qui viennent des marchés financiers classiques qui prétendent faire de l'impact de l'autre côté, en passant par ceux qui veulent maintenir le *statu quo* tout en profitant de la vague ascendante, les interventions des parties prenantes ont démontré que l'ambiguïté jette dans le marché un besoin de repère, de délimitation. Effectivement, délimiter l'*impact investing* permettrait de réduire drastiquement le temps perdu dans des guerres horizontales, et permettrait également de mener des politiques accompagnatrices visant à développer le marché. Ces politiques, les entretiens ont permis d'en saisir les enjeux, et elles sont discutées dans le paragraphe suivant, dans l'analyse pronostique.

5.2. Approche pronostique

Souvenons-nous que dans l'approche pronostique, les acteurs proposent des pistes de solutions et des stratégies à implémenter, visant à améliorer le cadre diagnostic. Typiquement, dans cette partie nous allons présenter et analyser les *template* d'actions que proposent les intervenants, tout en y illustrant les effets de l'ambiguïté, comme le montre le tableau suivant :

Quels sont les effets de l'ambiguïté sur l'efficacité de l'impact investing ?		
#	1st level code	2nd level code
3	"Il faut qu'il y est des critères et des indicateurs qui permettent de vérifier qu'on atteint les critères en question. Tout cela fait largement défaut"	Des outils d'évaluation, de mesure et de suivi arbitraires
5	"On a pas encore suffisamment de recul par rapport aux metrix"	
1	"Inscrire la mission impact dans la gouvernance pour en faire un élément permanent, par exemple inscrire dans ses statuts la volonté impact"	
1	"Définir un plan impact: les SDG, les mesures, et quels sont les objectifs année après année."	
1	"Impact doit être un démarche positive de l'entrepreneur"	
1	"Notre méthode principale c'est IOO: Input, Output, Outcome, Impact. Une méthode qui se généralise, en tout cas au niveau du GIII c'est ce qu'ils utilisent"	
5	"Il y a plusieurs méthodologie aujourd'hui au niveau de l'impact"	
5	"Nous on suit une mesure qu'on appelle 'the theory of change'. Une méthodologie tout a fait standard. L'avantage avec cette méthodologie c'est qu'elle est largement assez répandue, on la partage avec plusieurs autres acteurs impacts"	
5	"Avec la theory of change on va cibler un challenge sociétal, qui chez nous fait parti nécessairement des Objectifs de Développement Durables de l'ONU, les 17"	
5	"On va dire à l'entrepreneur de se fixer un objectif (sociétal) et de mettre en place un indicateur qui va lui permettre de suivre sa performance entre le moment où il commence et le moment où il atteint son objectif. Une sorte de KPI qualitatif"	
5	"Comment est-ce qu'on suit cette performance sociétale, on fait un cacul en quatre étapes: Input, Output, Outcome, Impact"	Un besoin de légitimation
5	"L'input c'est tout les moyens mis en œuvre pour arriver au résultat (les coûts de l'entreprise). l'output c'est plutôt un résultat opérationnel, dans l'outcome il faut démontrer que l'output réalise une performance sociétale sur le terrain, et alors on a l'impact"	
5	"On peut aller plus loin avec ce qu'on appelle le Social Return On Investment (SROI). Très intéressant aussi parce que ça permet de comparer les bénéfices pour la société aux coûts (inputs) de la société, et si les savings pour l'état sont supérieur à l'output alors on a ce qu'on appelle un Social Return On Investment"	
5	"Je trouve que les metrix ne sont pas encore suffisamment fiables dans le Social Return On Investment. Mais à terme on devrait essayer d'arriver à ça"	
5	"[...] On a pas encore de track record"	
4	"[...] C'est en plein chantier pour le moment. Depuis qu'on s'est lancé, on s'est beaucoup formé sur le sujet, et plus on se forme, et plus on s'informer sur ce que font les autres acteurs, plus on se rendait compte que c'était vraiment compliqué"	
4	"C'est une sujet très compliqué, à notre connaissance. Il n'y a pas un outil ou une évaluation d'impact qu'un autre acteur à qu'on pourrait transposer chez nous quoi"	
4	"C'est hyper important qu'on puisse évaluer l'impact qu'on génère, qu'on puisse communiquer aussi dessus"	
4	"[...] Disons que c'est Work in Progress, on espère avoir quelque chose d'aboutie d'ici la fin de l'année"	
4	"Si chaque acteur définit bien ses critères d'investissement, et définit bien qu'est-ce qui sebon lui est l'impact qu'il souhaite générer, tu enlève les doutes"	
4	"Que chacun ait une évaluation d'impact un peu différente, je trouve ça normal"	Normaliser
7	"On va plutôt être qualitatif: comment est-ce que l'entreprise s'insère dans sa chaîne de valeur? Est-ce que les bien qu'elle va utiliser comme matière première sont aussi responsable, d'un circuit positif... c'est vraiment une générale qu'on essaye d'avoir"	
2	"Le deuxième pilier c'est celui de la mesure, les acteurs impacts mettent en place des mesures d'analyse de l'impact, de suivi de l'impact"	
2	"Le deuxième pilier, celui de l'impact n'est pas du tout égalitaire. Il y en a qui vont très bien dans la mesure de l'impact, il y en a d'autres qui ne font vraiment pas grand-chose, qui analyse juste le piller de l'intentionnalité, et ne mettent pas en place derrière le suivi de l'impact"	
2	"Il y a encore un flou énorme parce que chacun à sa méthode, chacun met ses définitions, chacun met ses indicateurs, etc..."	
5	"Les critères qui ont été retenus par l'observatoire et qui sont aujourd'hui utilisés pour donner ou pas un label officiel d'investissement responsable à un fonds d'une grosse banque, sont des critères qui ont été jugé extrêmement sévères par les banques, tout à fait suffisant par les ONG, plus sévère que les critères du même label français. On est	
5	"Cette terminologie Impact Investing... qui n'a d'ailleurs rien d'officielle	
5	"Tous ceux qui vont considérer cette labélisation comme une contrainte vont toujours considérer que ça va trop loin. Tous ceux qui considèrent cette labélisation comme une protection de marché vont se tenir que ça ne va pas du tout assez loin"	
3	"Il n'y a pas non plus de contrebeurs. Ce qui est un vrai problème par rapport à la qualité extra-financière dont ces acteurs se prévalent"	
3	"Il y a des formes de labélisation qui existent pour les produits alimentaires, et bon Dieu pourquoi est-ce qu'on ne le fait pas pour les produits financiers qui prétendent avoir un impact"	
3	"Il est important pour les produits financiers en générale et en particulier pour les produits alimentaires, qui se veulent d'avoir un impact social et environnemental, d'être totalement transparent sur les critères qu'ils utilisent, sur la méthodes qu'ils utilisent et sur les résultats"	
5	"Je n'aiime pas du tout cette notion de green washing ou d'impact investing, parce que on est tous le washier de quelque chose"	
5	"Cette notion (Impact washing) ne devrait plus exister depuis qu'il existe les SDGs, à partir du moment où tu démontres que ton investissement a un impact positif sur les SDGs, qui est quand même la grille officielle de tous les challenges mondiaux de durabilité, avec 4000 experts qui s'y sont penchés"	
5	"C'est un peu comme si cette discipline était considérée comme un truc de rêveur"	
3	"Il est vraiment important qu'il n'est pas d'ambiguïté, que justement il y ait des labélisations, privées ou publiques, qui rassurent tout le monde.	
7	"[...] C'est là l'ambiguïté, si demain on avait un label qui dirait que voilà: cette boîte elle est agréé impact social et environnemental, et tout le monde est d'accord sur cette définition, alors il n'y aura plus cette zone de flou"	

Figure 18. Résultat des entretiens (approche pronostic

Nous avons pu constater dans la phase de diagnostic, que l'un des problèmes majeurs qui revenait souvent dans les commentaires des personnes interrogées concernait le deuxième pilier de l'*impact investing* : « celui de la mesure. Là où les acteurs impacts mettent en place des mesures d'analyse et de suivi de l'impact ». En effet, l'ambiguïté sur ce point fait que les acteurs avouent amèrement qu'il n'existe de pas d'outils standard sur ce point comme l'attestent les commentaires suivants : « Il faut qu'il y ait des critères et des indicateurs qui permettent de vérifier qu'on atteint bien les critères en question, ce qui fait largement défaut », « on n'a pas encore suffisamment de recul par rapport aux *metrix* (mesures) », ou encore « c'est un sujet très compliqué, à notre connaissance, il n'y a pas un outil ou une évaluation d'impact qu'un autre acteur a, qu'on pourrait transposer chez nous ». De ce fait, sur le terrain on observe ceux qui reconnaissent leur inefficacité dans la mesure d'impact, « disons que c'est *work in progress* », et ceux qui affirment être rigoureux dans leur approche : « nous on suit une méthodologie qu'on appelle *theory of change*, une méthodologie tout à fait standard, assez largement répandue et qui se généralise, en tout cas au niveau du GIIN c'est ce qu'ils utilisent ». En outre, on observe une inégalité notoire dans la pratique, en ce qui concerne la mesure de l'impact : « le deuxième pilier, celui de l'impact n'est pas du tout égalitaire ».

En effet, l'ambiguïté de l'*impact investing* conférant aux acteurs la liberté d'entreprendre des initiatives plus ou moins poussées dans la mesure de l'impact, permet d'observer essentiellement deux types de comportement en la matière : passif et actif. Il y a ceux qui vont loin dans la démarche en proposant un programme élaboré en amont de la collaboration : « on va définir un plan d'impact, fixer un challenge sociétal, mettre en place une sorte de KPI qualitatif en quatre étape, *Input Output Outcome Impact* (IOOI) pour démontrer que l'investissement réalise une performance sociale sur le terrain année après année ». Il y a également ceux qui s'inscrivent dans une démarche active mais qui rencontrent des difficultés opérationnelles : « c'est en plein chantier pour le moment, depuis qu'on s'est lancé, on s'est beaucoup formé sur le sujet, et plus on se formait, et plus on s'informait sur ce que faisaient les autres acteurs, plus on se rendait compte que c'était vraiment compliqué ». Mais il y a ceux qui sont passifs sur le sujet, se servent de l'ambiguïté, inconsciemment ou pas, pour aborder la mesure de l'impact de manière sommaire. Pour cause, certains acteurs vont s'arrêter à la démarche positive et à la volonté d'impact, s'arrêtant au critère d'intentionnalité pour justifier l'investissement impact : « Il y en a qui vont très loin dans la mesure de l'impact, il y en a d'autres qui ne vont font pas vraiment grand-chose, qui analyse juste le pilier de l'intentionnalité, et ne mettent pas en place derrière le suivi de l'impact ».

Pourtant, globalement les intervenants reconnaissent qu'il existe quelques outils de mesures, de très intéressantes même : « On peut aller plus loin avec ce qu'on appelle le Social Return On Investment (SROI), très intéressant aussi parce que ça permet de comparer les bénéfices pour la société aux coûts de la société... et si les *savings* pour l'État sont supérieurs à l'output alors on a ce qu'on appelle un Social Return On Investment ». Mais le « flou énorme » dans la singularité de chaque méthode, auquel on ajoute le manque de recul sur leur efficacité, « on n'a pas encore de *track record* [...] je trouve que les *metrix* ne sont pas encore suffisamment

fiables », contribuent à nourrir le discours des pessimistes qui considèrent que le marché n'est pas « mature », voire qu'il n'existe pas. Ce dernier argument expliquant pourquoi il y aurait un besoin de légitimation qui se fait ressentir à l'issue des différents entretiens réalisés.

Un besoin de légitimation

« C'est un peu comme si cette discipline était considérée comme un truc de rêveur ». L'ambiguïté de l'*impact investing* vient nourrir le discours des pessimistes qui ne manquent les occasions de remettre en cause l'efficacité du marché. Ajouter à cela les éléments cités dans les paragraphes ci-dessus, les résultats des entretiens soulèvent un besoin de légitimation. À l'instar de ce qui se fait pour d'autres secteurs d'activités, certains acteurs réclament un label qui viendrait officialiser les produits impacts et crédibiliser le marché, comme le présume les commentaires suivants : « Il y a des formes de labélisation qui existent pour les produits alimentaires, et bon Dieu pourquoi est-ce qu'on ne le fait pas pour les produits financiers qui prétendent avoir un impact », « si demain on avait un label qui dirait que voilà : cette boîte elle est agréer impact social et environnemental, alors il n'y aura plus cette zone de flou », ou encore « il est vraiment important qu'il n'est pas d'ambiguïté, que justement il y ait des labélisations, privées ou publiques qui rassurent tout le monde ». En outre, cette labélisation serait accompagnée d'institutions de régulation, qui font aussi défaut dans le marché impact : « il n'y a pas non plus de contrôleurs ».

Sous-conclusion : normaliser l'impact investing

Au vu de ce qui s'est dit dans les interviews, l'ambiguïté de l'*impact investing* soulève la question d'une normalisation du marché. Toutefois, normaliser dans le contexte actuel de l'*impact investing* peut s'avérer être une tâche difficile à faire. En effet, le marché durable belge a déjà fait l'expérience d'une labélisation avec le label Febelfin, qui a connu de vives tensions opposant deux clans aux visions différentes : « Les critères qui ont été retenus par Febelfin et qui sont aujourd'hui utilisés pour donner ou pas un label officiel d'investissement responsable à un fonds d'une grosse banque, sont des critères qui ont été jugés extrêmement sévères par les banques, tout à fait insuffisant par les ONG [...] On est pas dans l'*impact investing* mais dans le SRI, mais les discussions aujourd'hui sont les mêmes ». En d'autres termes, il y aura toujours un déchirement entre les puristes qui veulent sauvegarder, cloisonner, et préserver une identité forte du marché, et les moins radicaux qui souhaitent étendre le marché. Par conséquent, normaliser le marché pourrait avoir des conséquences sur la dynamique et l'engouement que suscite l'*impact investing*. Ce raisonnement fait l'objet de la partie suivante, qui analyse les effets de l'ambiguïté sur la dynamique de l'*impact investing* à travers les entretiens effectués.

5.3. Approche motivationnelle

Dans cette dernière approche, on explore la dynamique et la force d'attraction d'un environnement (Benford et Snow, 2000). En outre, ici nous allons observer les effets de l'ambiguïté sur la dynamique autour de l'*impact investing* à travers les interprétations des intervenants, comme l'expose le tableau suivant :

#	1st level code	2nd level code	
Quels sont les effets de l'ambiguïté sur l'efficacité de l'impact investing ?			
1st level code			
1	On s'adresse à des hommes et des femmes qui mettent à disposition une partie de leurs énergies, dans le sens qu'il faut à la fois faire preuve de transparence et de sérieux. Ça veut bien sûr sur les aspects financiers qu'on propose, mais aussi sur les aspects non financiers, sociaux"	Un engagement à enhardir	
2	"Il y a pas un paradoxe mais en même temps il faut être plus en pression. Une espèce d'urgence"		
3	"C'est un peu comme ça : quand tu fais quelque chose, tu vas vendre autre solide et tes contraintes, vous allez dire une fois que votre capital est hyper bon, puis le consommateur l'aun tester et aura considéré qu'il n'est pas si bonne que ça, alors il n'y aura pas une deuxième fois"		
4	"Ça va être plus cette condition là où une confiance entre eux se crée entre l'offre et la demande. La demande aujourd'hui est énorme, probablement 2/3 de la population qui souhaitent investir avec un impact social et environnemental"		
5	"Une très grosse demande qui n'est pas du tout rencontrer par l'offre. L'offre, que ce soit à offre bancaire, les fonds d'investissement, que ce soit les fonds impact investing globalement ne répondent absolument pas de manière significative à cette demande du public, ni sur le plan qualitatif, ni sur le plan quantitatif"		
6	"Or c'est justement lui qui fait investir à son seul moment d'être les gros problèmes, notamment au niveau climatique"		
7	"L'impact investing est encore petit par certains mécanismes, dogmatiques, pas mûre, probablement de moins rentables aussi pour ces raisons là. Mais en réalité il y a me semble-t-il pas de paradoxe, dans 10 ans on sera au même endroit que là où se trouve le SRI aujourd'hui"		
8	"Ce qui est chouette de voir, c'est qu'il y a aujourd'hui une plaine d'investisseurs qui s'intéressent aussi... Les gens Angeli qui partagent cette vision là, et qui veulent investir dans des projets en ayant comme premier focus l'impact"		
9	"Pour les gens qui travaillent dedans, il priorise nous on connaît assez leur écosystème, qui n'est pas très grand de toute façon, mais pour le monde extérieur qui n'est pas familier avec ça, là l'impact investing peut être difficile à comprendre"		
10	"On sent qu'en art au début de l'impact investing, c'est encore assez petit pour pas mal de gens quand même"	Rassembleur	
11	"Il y a aussi un gros boulot de conscientisation, des gens, des citoyens, du marché, de tout le monde"		
12	"L'impact investing, c'est encore quelque chose de pas assez connue"		
13	"Beaucoup d'entrepreneurs, et en particulier chez les jeunes de plus en plus orientés vers l'impact, ce qu'il est vraiment super. Par contre il y a encore peu de succès story"		
14	"Le problème de la Belgique, c'est que c'est un marché qui est petit, un marché vert. Le marché francophone en Belgique/Wallonie ça représente 4 millions de consommateurs potentiels, c'est pas beaucoup pour arriver à un break-even en restant sur le marché domestique"		
15	"Créer un espace d'enquètement"		
16	"Des gens vraiment idéalistes, qui ont de Turgent et qui veulent aujourd'hui vraiment le mettre au profit de cette nouvelle économie de l'impact social et environnemental"		
17	"Ce qui est très compliqué, c'est que le grand public ne connaît pas l'impact investing, pour moi c'est très difficile de porter de l'impact investing dans les médias belges par exemple"		
18	"Quand je regarde mes membres, je n'ai aucun doute sur leur authenticité et leur volonté de soutenir l'impact social et environnemental"		
19	"Je préfère accepter l'ambiguïté et qu'on soit uni, plutôt qu'essayer tout le temps de définir et préciser, et être dans des guerres de positions et des guerres idéologiques"	Une dynamique inclusive	
20	"La critique de l'impact washing, qui vient surtout des radicaux, qui ne croient pas du tout dans le ET de l'impact investing... elle veut toujours aller chercher la petite bête pour attaquer la notion d'impact"		
21	"Impact investing est assez large, ça peut aller des grosses entreprises cotées à des startups qui proposent des modèles un peu plus disruptif"		
22	"On est aujourd'hui qui fait investir si on veut vraiment éviter les gros problèmes, notamment au niveau climatique"		
23	"C'est intéressant de voir que chacun des acteurs peut avoir une définition plutôt au niveau de l'impact, que de l'impact investing en tant que tel"		
24	"Ça même si c'est pas la même chose, on est quand même allés dans ce gros chantier, que de dire, aller maintenant j'aur remettre au sens dans l'utilisation de notre argent"		
25	"On peut cadrer ça à tout un spectre, avec des pratiques très différentes, et c'est cette diversité qui fait aussi la richesse de l'impact investing)"		
26	"Et des acteurs qui parfois sont assez différents les uns des autres"		
27	"Derrière Impact Investing il y a énormément de chose en fait"		
28	"L'avantage à ça c'est que tout le monde ne fait pas le monde n'est pas dans la même niche"	Un engagement à enhardir	
29	"L'impact investing ça reste un terme assez vague. On sait bien que notre vision de la chose, et nos critères d'investissement, etc., ne sont pas tout à fait les mêmes que les autres, mais nous on voit ça plutôt comme quelque chose de positif"		
30	"On a pas un secteur spécifique, on est un peu multisecteur, le principal c'est qu'on comprend le secteur. On a défini 4 grands groupes de secteurs: Inclusion, production et consommation responsable, mobilité sociale, et innovation sociale et managériale"		
31	"Ça on ne va pas juger d'une croissance exponentielle, parce que on sait que ça ne sera pas le cas"		
32	"Nous on est un peu plus patient, on est plus à du 8 voire 10 ans, on ne vise pas une sortie sur les 4/5 ans, on est plutôt sur du long terme"		
33	"D'autres acteurs impacts sont un peu moins regardant sur certains critères, mais du coup tout mieux, parce qu'un projet qui n'est pas accepté chez nous pourrait l'être chez eux, et vice-versa"		
34	"Il y a une base d'ADN commune entre tous les financeurs impacts, avec quand même des petites différences"		
35	"Ça on est très complémentaire..."		
36	"A côté de ça on fait aussi du crédit"		
37	"On investit en capital, et on fait aussi de l'emprunt subordonné pour le plupart convertible. C'est du haut de bilan quoi"	Rassembleur	
38	"Par contre, nous on ne va pas exiger d'office une énorme rentabilité. On veut que le projet soit viable et rentable, mais ça ne va pas être notre condition, on est moins exigeant que d'autres investisseurs standards à ce niveau là"		
39	"Nous on décortique un peu le risque et le rendement dans notre modèle. On investit donc des projets assez risqués, souvent des startups assez early-stage, pas très grande"		
40	"Bon on est assez jeune, on existe ça depuis 1 an, avec 4 investissements confirmés"		
41	"Du coup le contenu des produits qui s'autocalquent d'impact investing sont vraiment de nature très différent. Aussi différent qu'il y a de produire"		
42	"Ceux qui se prévalent de l'impact investing ont dit caractéristiques fort différentes"		
43	"Le point commun est la méthodologie impact, tout le monde crée de l'impact, par contre les secteurs visés ont des profils de risque différents, ce qui explique que l'un va viser du 2% alors que l'autre vise du 15%. Mais les deux sont de l'impact investing et sont tout à fait louable"		
44	"Un fond de type venture capital qui pour objectif une rentabilité de 2%, ça paraît absurde, mais ça ne fait pas du tout, il ne veut évidemment pas aller chercher des secteurs extrêmement performants, mais des secteurs beaucoup plus sociaux"		
45	"Contrairement à ce qu'on fait croire, l'impact investing n'est pas forcément à court terme, c'est pas le moment de faire des exclusives dogmatiques ou un peu péremptores pour mettre des gus en évidence"		
46	"Je ne pense pas que ça soit inéluctable de faire de l'exclusion de certains secteurs sur des bases complètement idéologiques qui changent d'une personne à l'autre. Simplement, chaque acteur des investissements durables phose son curseur à un endroit qui doit être clair pour les investisseurs"	Un engagement à enhardir	
47	"J'ai vu de changer de changer le nom de son rapport d'impact, ou lieu de dire "impact report", ils mettent "progress report". Et je trouve ça génial"		
48	"J'ai vu de changer de changer le nom de son rapport d'impact, ou lieu de dire "impact report", ils mettent "progress report". Et je trouve ça génial"		
49	"Faire une échelle qui permettrait de calculer la marge de progression d'une année à l'autre d'un fonds ou d'une société, et au lieu de mettre une étiquette, cette échelle permettrait de dire : celui là c'est pas un best in class mais un best in progress"		
50	"On devrait pouvoir mettre au lieu d'un label quel placez un titre, toi t'es ici et toi t'es là, on devrait mettre des marges de progression"		
51	"C'est une manière de bien différencier ce que font toutes les sociétés, vous avez le genre d'un contrat avantageux, et c'est ce que je me tue à répéter depuis 10 ans : à encourager tous le monde"		
52	"Si tu veux chercher une banque traditionnelle comme BNP Paribas Fortis ou Belgia ou Hypercommercials (américaines ou chinoises) et si tu es intéressé par le profil, elles vont toutes te dire "nous on fait du responsable là où les chinois n'en font pas", si tu prends en plus Trindos. Trados va dire "nous c'est le meilleur"		
53	"En même pas du tout cette notion de green washing on l'impact investing, parce que on est tous le wahneur de quelqu'un d'autre"		
54	"Mais j'ai vu encore convaincre les gros acteurs institutionnels de jouer le jeu, et ça va de main avant dans 5 à 6 ans malheureusement"		
55	"Une base commune, mais de toute façon devrait être un tout petit peu adapté à ADN de chaque structure"	Un engagement à enhardir	
56	"Pour moi c'est l'impact investing un investissement dont l'objectif principal est de générer un impact social. Et donc là façon dont la plupart tentent, c'est d'investir dans des entreprises qui génèrent cet impact. Des entreprises plus ou moins jeunes, plus ou moins matures, plus ou moins grosses, cotées ou non cotées"		
57	"On est sur des rendements qui vont des rendements classiques du marché jusqu'à des rendements proches de la philanthropie"		
58	"La définition de l'investissement d'impact, qui est-ce que c'est un investissement ? D'après les définitions théoriques Investissement reprend aussi les outils de dettes, ce qui n'est pas toujours très clair dans le langage et dans l'utilisation du concept (Impact investing)"		
59	"Il y en a qui sont très radicaux dans leurs approches, avec une vision beaucoup plus solidaire, citoyennisme, coopérative, etc."		
60	"Il y a une grande diversité"		
61	"Il y a un spectre, à droite on se retrouve près du marché classique, ça gauche on retrouve la philanthropie"		
62	"Il y en a qui sont vraiment la presque comme des philanthropes dans l'impact investing, ils veulent quand même un retour sur investissement, au moins récupérer le capital qu'ils ont mis"		
63	"Aujourd'hui les banques sont en train de rattraper le mouvement, et il est sûr que ça va devenir quelque chose de standard dans quelques années"	Un engagement à enhardir	
64	"L'impact investing est encore petit par certains mécanismes, dogmatiques, pas mûre, probablement de moins rentables aussi pour ces raisons là. Mais en réalité il y a me semble-t-il pas de paradoxe, dans 10 ans on sera au même endroit que là où se trouve le SRI aujourd'hui"		
65	"L'investissement Socialement Responsable c'est la dernière petite éruption. Mais c'est l'essayer de manier et d'arriver au bout de la chaîne avec l'impact investing, qui pour moi est la forme la plus aboutie de l'investissement durable. C'est la même dynamique"		
66	"Aujourd'hui le SRI représente 25% des actifs de placement pour les investisseurs institutionnels, mais ça va continuer à croître. Ça va continuer à croître parce que ça va continuer		

Figure 19. Résultat des entretiens (approche motivationnel)

Une dynamique Inclusive

« L'*impact investing* est assez large ». Comme l'annonce la citation précédente, l'univers de l'*impact investing* est riche : « derrière l'*impact investing* il y a énormément de choses en fait ». En fait, les intervenants reconnaissent dans ce marché « une grande diversité », composé d'acteurs aux caractéristiques « assez différentes les uns des autres ». Or nous avons pu constater plus tôt dans l'analyse des résultats des entretiens, que l'ambiguïté de l'*impact investing* a provoqué dans le marché des inquisitions identitaires couplées à un besoin de légitimation. Ces tensions, menacent quelque part la dynamique qui se forme entre dans le marché. En outre, ces accrochages ont laissé la place à l'emploi de terme tel que « *impact washing* », en provenance des plus radicaux : « le terme *impact washing* vient surtout des radicaux, qui ne croient pas du tout dans le "et" de l'*impact investing*, et vont toujours aller chercher la petite bête pour attaquer la notion d'impact ». Toutefois, ces frictions sont marginales, car la majorité des participants encensent cette biodiversité : « l'avantage avec ça, c'est que tout le monde ne fait pas la même chose, tout le monde n'est pas dans la même niche », « l'*impact investing* reste un terme assez vaste, on sait bien que notre vision de la chose, et nos critères d'investissement, etc., ne sont pas les mêmes que les autres, mais nous on voit ça plutôt comme quelque chose de positif ».

En effet, l'ambiguïté de l'*impact investing* crée une dynamique inclusive, ouvrant la porte à des acteurs aux *business model* différents, poursuivant des intérêts divers, mais tout en partageant « l'ADN » impact : « On peut s'adresser à un spectre, avec des pratiques très différentes, et c'est cette diversité qui fait aussi la richesse (de l'*impact investing*) ». Entre autres, l'univers de l'*impact investing* réunit aussi bien des acteurs qui veulent se rapprocher des standards classiques en exigeant une rentabilité financière proche des taux du marché, mais aussi des acteurs qui sont prêts à être plus patients, préférant créer de l'impact sans pour autant voir leurs patrimoines s'enrichir financièrement : « Le point commun est la méthodologie impact, tout le monde crée de l'impact, par contre les secteurs visés ont des profils de risque différents, ce qui explique que l'un va viser du 2% alors que l'autre vise du 15%. Mais les deux font de l'*impact investing*, et sont tout à fait louable ». En outre, on va trouver dans l'écosystème des acteurs qui « décorrèlent le risque du rendement », d'autres qui investissent dans des projets « assez risqués », et ceux qui arrivent dans le marché « presque comme des philanthropes ». Entre ceux qui investissent en dette, de ceux qui apportent des fonds propres, en passant par ceux qui proposent des solutions hybrides, la richesse de l'*impact investing* permet d'observer un écosystème belge hétéroclite, avec des acteurs de différentes tailles, allant de l'investisseur qui vise des coopératives ou des entreprises sociales où la marge économique n'est pas « gigantesque », à des investisseurs au profil de « risque/return » plus différents ciblant des projets plus profitables, en collaborant avec des start-ups par exemple. Du coup, en proposant plusieurs types de produits différents, ce luxe permet également au marché de s'attaquer à plusieurs secteurs différents, du moment qu'on y crée de l'impact : « les secteurs visés sont différents ».

Ainsi, par cette dynamique inclusive, les acteurs interrogées se réjouissent d'une complémentarité entre eux : « on est tous complémentaire », « d'autres acteurs impacts sont un peu moins regardant sur certains critères, mais du coup tant mieux, parce qu'un projet qui

n'est pas accepté chez nous pourrait l'être chez eux, et vice-versa ». En somme, cette complémentarité permet un écosystème polyvalent, pour notamment répondre à l'engouement des protagonistes.

Un engouement à enhardir

Au sortir de cette série d'entretiens des membres de Solifin, on ressent bien l'unité « impact », et la volonté de créer de la valeur sociétale qui se dégagent, notamment dans les propos de son directeur : « quand je regarde mes membres, je n'ai aucun doute sur leur authenticité et leur volonté de soutenir l'impact social et environnemental ». En effet, l'écosystème est composé d'investisseurs « vraiment idéalistes », et de « plus en plus d'entrepreneurs orientés impact », qui ont décidé respectivement de mettre leurs argents et de donner leurs énergies pour une « nouvelle économie ». Et l'ambiguïté de l'*impact investing* permet à tout le monde de s'approprier la mission impact, pour créer une espèce d'engouement », avec « de plus en plus d'investisseurs qui s'y intéressent » pour répondre non seulement à une demande croissante des besoins de financement, mais également aux « deux-tiers des particuliers qui souhaitent investir avec un impact social et environnemental ».

Conclusion : l'impact investing rassemble

Cette conclusion vient chapeauter toutes celles énoncées jusqu'alors : « l'*impact investing* est très rassembleur ». Effectivement, la majorité des interventions ont dénoté une stérilité dans les débats identitaires qui ne dépendent finalement que la direction d'un curseur : « on est tous le *washeur* de quelqu'un d'autre ». Le résultat des entretiens a aussi démontré que les discussions sur une labélisation pour répondre au besoin de légitimation pourraient avoir un effet néfaste sur l'engouement autour marché : « je ne pense pas que ce soit intelligent de faire de l'exclusion de certains acteurs sur des bases complètement aléatoires qui changent d'une personne à l'autre ». Les participants mettent plutôt l'accent sur une transparence qui se caractériserait par la rigueur des approches comme le démontrent les commentaires suivants : « [...] avec une politique d'investissement claire », « chaque acteur des investissements durables place son curseur à un endroit qui doit être clair pour les investisseurs », « il faut faire preuve de transparence et de sérieux ».

S'ensuit alors une réflexion intéressante dans l'analyse des résultats, étant donné les urgences d'actualités, dont les enjeux climatiques qui concernent toute la planète, l'ambiguïté de l'*impact investing* permettrait de conserver cette dynamique inclusive bénéfique à l'implication du plus grand nombre, pour profiter de l'effet levier potentiel des détenteurs de capitaux plus importants comme les fonds institutionnels qui y trouveraient leur compte : « Il faut encore convaincre les gros acteurs institutionnels de jouer le jeu, et ça, ça sera à mon avis dans quatre à cinq ans malheureusement ». Dès lors, au lieu de réfléchir sous un spectre fermé visant à attribuer des étiquettes *in* ou *out*, pourquoi ne pas s'inspirer des Objectifs de Développement Durables de l'ONU pensés par « 4,000 experts » et représentant « la grille officielle de tous les challenges mondiaux de durabilité », qui eux réfléchissent en marge de progrès, comme l'imaginent les citations suivantes : « au lieu de "*impact report*" ils mettent "*progress report*, et je trouve ça génial ! », « [...] faire une échelle qui permettrait de calculer la marge de progression d'une année à une autre, et qui permettrait de dire "celui-là n'est pas

best-in-class mais *best-in-progress* ” ». En effet, compte tenu du fait que le sentiment de redonner de l'utilité à la finance touche de plus en plus de personnes, et que les problèmes sociaux, économiques et environnementaux nous concernent tous, la richesse de l'ambiguïté de *l'impact investing* permet de rassembler tout le monde, pour progresser vers un avenir meilleur. Et si on se sert de l'agenda 2030 des SDGs comme référentiel, il ne nous reste plus que dix ans pour être au rendez-vous...

6. Discussion

Les entretiens réalisés nous ont permis d'analyser les effets de l'ambiguïté de l'*impact investing* sous le prisme des acteurs membres du Réseau Solifin. Par ailleurs, nos conclusions peuvent être illustrer par la figure suivante :

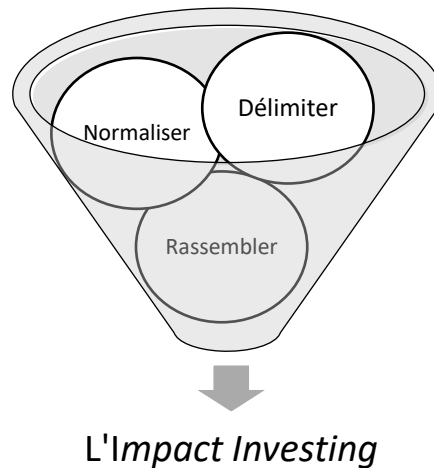


Figure 20. Les effets de l'ambiguïté de l'*impact investing*

En outre, après avoir fait l'état des lieux de l'*impact investing* en Belgique, et analyser les effets de l'ambiguïté sur son écosystème, dans cette dernière partie nous allons confronter les résultats de nos recherches à la littérature académique qui a fait l'objet de la première partie du mémoire.

6.1. Rapprochement entre la littérature et le résultat empirique

À l'instar de la littérature académique, récente, pas abondante et parfois contradictoire (Arosio, 2011 ; Harji et Jackson, 2012), l'écosystème *impact investing* belge est relativement embryonnaire, émergent, et rassemble des acteurs qui définissent le concept différemment. Mais dans le fond, l'idée principale est comprise dans les deux cas : un investissement financier combinant la rentabilité financière et l'impact sociétal.

Les nuances s'observent lorsqu'on rentre dans le détail des critères telles que décrites précisément dans la littérature par l'intermédiaires des quatre piliers de l'*impact investing* : l'intentionnalité (Brown et Swersky, 2012), la mesure de l'impact (O'Donohue et al., 2010), le rendement financier (Evenett et Richter, 2011), et le principe de l'additionnalité de l'impact (Brest et Born, 2015). On remarque dans un premier temps, que le dernier principe de l'additionnalité qui est rarement explicitement mentionné dans la littérature, et qu'il n'a jamais été évoqué pendant les entretiens. Rappelons que ce principe exige que l'investissement impact réalisé doit pouvoir démontrer que sans lui, l'accomplissement de l'impact ciblé n'aurait pas été possible (Brest et Born, 2015).

Ensuite, pour ce qui est des trois autres piliers suffisamment énoncés dans la littérature, leurs fondamentaux sont saisis, et plus ou moins respectés sur le terrain, avec un bémol pour la mesure d'impact. En effet, la majorité de la littérature laissant la question du niveau de la rentabilité financière attendue ouverte (Clark et al., 2012 ; Louche et al., 2012), la même dichotomie qui sépare les académiques sur le sujet (Evenett et Richter, 2011 ; Best et Harji,

2013 ; Narain et al., 2012 ; Arosio, 2011), segmente aussi l'écosystème belge entre ce que Freireich et Fulton appelle les *impact first* et les *finance first* (Freireich et Fulton, 2009). Quant à la mesure d'impact, non seulement la question préoccupe la majorité des articles scientifiques, mais cet aspect fait globalement défaut dans la pratique de l'écosystème impact belge. Entre ceux qui s'arrêtent, de bonne foi ou par négligence, au pilier de l'intentionnalité, et ceux qui s'inspirent sommairement ou rigoureusement des méthodes conseillées par le GIIN, le fait que la littérature soit confuse sur ce point, ne proposant pas d'outils standards, fragilise ce pilier quitte à être quasiment boycotté par les acteurs impact belge.

Aussi, tout comme la littérature, rares ont été les interviews ou l'ISR n'a pas été mentionné. Les membres de Solifin étant plus informés que la moyenne, font aisément la différence entre les deux stratégies dans le discours.

6.2. Le niveau d'ambiguïté du marché *l'impact investing* belge

Même si la majorité des personnes interrogées reconnaissent un niveau d'ambiguïté conséquent du *l'impact investing* en Belgique, « le degré d'ambiguïté est assez grand » (Holemans), « Il y a une grosse grosse ambiguïté » (De Duve), l'idée ici est d'évaluer le niveau d'ambiguïté selon les notions théoriques développées en amont.

Nous avons vu qu'étymologiquement, l'ambiguïté est définie comme « la pluralité des interprétations possibles, la diversité des sens dont est porteur un mot, une expression ou une situation » (Cabantous et Hilton, 2006). Cette définition corrobore avec les descriptions multiples données par les intervenants lors de leur tentative d'explication de *l'impact investing*. En effet, non seulement ils savent expliquer avec précision ceux qu'ils font, ils sont également en mesure de décrire assez précisément l'environnement dans lequel ils évoluent et en connaissent ses limites.

En économie, l'ambiguïté se traduit par l'incertitude, et renvoie au phénomène où les agents économiques sont confrontés à des situations qu'ils ne peuvent pas efficacement probabilisés (Hayek, 1973). Ce point est à nuancer dans la comparaison. En effet, Solifin connecte un certain nombre d'investisseurs impacts à des entreprises à impact, donc a priori l'ambiguïté n'impacte pas sur leur capacité à s'identifier. La tâche se complique lorsqu'il s'agit de quantifier le niveau d'impact, par faute d'outils standards, mais aussi pour l'investisseur lorsqu'il faut évaluer la performance économique de la cible, à cause de son profil de risque.

L'analyse intéressante qui va nous donner les éléments nécessaires pour évaluer le niveau d'ambiguïté dans le marché *impact investing* belge, porte sur l'ambiguïté au sens sociologique du terme.

Et une des premières attitudes que la littérature académique observe des individus en situation d'ambiguïté, est la proactivité dans la recherche de définition du cadre dans lequel ils évoluent. Cette attitude est matérialisée par la création de Solifin en 2019 et de l'engouement qui gravite tout autour, ainsi que du Réseau Financité qui s'inscrit dans un travail d'éducation de l'opinion publique sur les stratégies d'investissement responsables. Le marché de *l'impact investing* belge est résolument dans cette dynamique visant à définir le cadre dans lequel les parties prenantes évoluent.

Par ailleurs le cadre primaire que théorise Goffman (Goffman, 1974) est déjà planté pour les acteurs du marché *impact investing* belge : la création de valeur sociétale et la rentabilité financière. Les démarches de recherche active d'outils de mesure chez la majorité des intervenants permettent d'avancer que la mesure de l'impact représente une des stratifications qui viendrait améliorer le cadre primaire. À noter qu'une dernière stratification aurait été synonyme d'une labélisation, ce qui n'est évidemment pas le cas de pour le marché belge pour le moment.

Et si on reprend le tableau de l'impact de l'ambiguïté (figure 13), dont on s'est inspiré pour présenter les résultats des entretiens, on peut analyser, au vu des interviews, que **l'ambiguïté dans l'impact investing est forte**.

En outre, le tableau de l'impact de l'ambiguïté, théorisé plus tôt dans notre travail (figure 13), évalue qu'une forte ambiguïté porte les caractéristiques suivantes :

- Une importante marge de manœuvre laissée à l'interprétation des acteurs dans l'identification du problème et de leurs responsabilités dans la phase de diagnostic ;
- Des discussions ouvertes sur les mesures implémenter qui n'impliquent pas d'engagement pas d'engagement particulier dans la phase de pronostic ;
- Pas de sentiment d'urgence qui pousserait les acteurs à agir dans la phase motivationnelle.

En effet, au regard des entretiens menés, le marché de l'*impact investing* laisse la place à « autant de définitions, qu'il existe d'acteurs », et que cette forte ambiguïté permet aux parties prenantes de tirer des conclusions largement différentes de son impact sur le marché, entre ceux qui pensent qu'il n'a pas de problème et pas d'impact négatif de l'ambiguïté de l'*impact investing* sur le terrain, et les plus pessimistes qui identifie les problèmes qui menacent l'émergence du marché belge : « Si on veut être sérieux dans le marché, il ne faut pas qu'il ait de l'ambiguïté » (Bayot), « Je ne vois pas réellement d'ambiguïté, si ce n'est qu'il faut être précis dans ce qu'on fait » (Houtart).

Dans la phase de pronostic, les discussions sont ouvertes autour des outils de mesures, et des besoins de légitimation et de transparence du marché. Toutefois ces stratifications sont discutées sans contrainte explicite, ce qui a pour conséquence de pas laisser le statu quo dans la phase motivationnelle.

En résumé, l'ambiguïté de l'*impact investing* dans le marché belge est forte, les problèmes du marché sont interprétés différemment par les parties prenantes, influencées par les contextes et la nature de leur activité. Ce qui entraîne que les mesures pour réduire cette ambiguïté sont relativement connues et discutées, sans pour autant contraindre les acteurs à résolument entrer dans cette dynamique de changement. En effet, l'ambiguïté ne provoque pas de sentiment d'urgence d'y faire face, c'est pour ça qu'il ne se dégage pas de sentiment d'urgence de régler le problème de l'ambiguïté dans l'analyse des résultats des entretiens.

6.3. Le niveau d'efficacité du marché de marché de l'impact investing belge

Pour ce qui est de l'efficacité du marché de l'*impact investing* en Belgique, nous allons nous appuyer sur les éléments de la théorie économique et financière avancés jusqu'ici.

Rappelons qu'en économie, un marché est défini comme « le lieu où se confrontent, émanant d'individus rationnels, des offres et des demandes relatives à des biens dont les qualités sont définies et connues de tous » (Joly, 2009). À partir de ce postulat, nous sommes en mesure d'appréhender une première approche l'efficacité du marché *impact investing* belge. La création du réseau Solifin vient répondre à cette définition, en proposant une relation continue entre l'offre et la demande de financement. En effet, les acteurs mis en relation par ce canal, se voit conforter leur stratégie d'interagir avec un acteur impact, dont les produits proposés devraient répondre aux attentes des deux parties.

Notons qu'en économie, la notion de relativité est très importante pour étudier les phénomènes d'une activité. Par-là, on reconnaît les notions d'optimalité qu'implique l'économie : « est efficace ce qui, comparé à autre chose, donne un meilleur résultat » (Maris, 1997). Malheureusement, nous n'avons pas été en mesure de trouver des documents officiels sur les performances de l'*impact investing* à l'échelle nationale belge, ce qui peut s'expliquer par l'originalité et la nouveauté qui le caractérise, ou peut-être l'ambiguïté. Cependant, si l'on s'appuie sur les entretiens réalisés, « On sent bien qu'on est au début de l'*impact investing* », entre autres que le marché est à un stade embryonnaire, et qu'à ce stade, il ne serait pas pertinent de le comparer à l'ISR, ou les autres stratégies durables par exemple.

Seulement, on se référant aux théories économiques et financières, nous sommes en mesure d'affiner notre réponse à la question de l'efficacité du marché de l'*impact investing* belge.

Prenons les conditions d'optimalité des marchés comme canevas (Lenfant, 2001) : l'atomicité des agents, l'homogénéité, la libre entrée, la transparence, et la libre circulation des capitaux.

Pour ce qui est de l'atomicité des agents, les intervenants reconnaissent que le marché de l'*impact investing* est relativement petit, aussi bien que pour la demande que pour l'offre de financement : « L'impact investing en Belgique est extrêmement réduit, c'est une petite poche, il n'y a que quelques acteurs impact investing, et ce sont des fonds qui sont en général des tout petits fonds, ce ne sont pas des grosses structures » (Bayot).

Dans l'homogénéité du marché, nous allons poser l'hypothèse que le marché propose des produits relativement de qualité. Par conséquent, dans la mesure où les intervenants n'ont pas retranscrit un sentiment de défaut sur ce point, nous pouvons supposer que ce critère est plus ou moins validé par les parties prenantes. Il en va de même pour l'hypothèse de libre entrée et de libre circulation des capitaux.

Cependant, à ce stade, nous en mesure d'évaluer de manière pragmatique, l'hypothèse de transparence. Pour ce faire, il est pertinent de rajouter à cette hypothèse, les éléments des conditions d'efficacité des marchés financiers, notamment, l'efficacité informationnelle des marchés. Rappelons que cette théorie identifie trois formes d'efficacité des marchés :

l'efficacité faible, l'efficacité semi-forte, et l'efficacité forte. Étant donné le manque d'uniformité, de qualité, et de degré d'information apparent des personnes interrogées, sur les tenants et les aboutissants de l'*impact investing*, nous pouvons conclure que l'efficacité du marché belge est faible sur ce point. Ajouter à cela le manque de transparence relevé par les interventions, le marché de l'*impact investing* sous-performe selon les théories économiques et financière.

7. Conclusion

L'analyse des résultats de l'entretien nous aura permis d'examiner les effets de l'ambiguïté de l'*impact investing* sur le marché de l'impact belge. La discussion précédente quant à elle, nous a permis d'évaluer le degré d'ambiguïté du marché impact belge en nous appuyant sur les notions développées dans la partie théoriques, ainsi que d'évaluer son efficacité selon les approches économiques et financières. La conclusion générale suivante vise questionner l'efficacité du marché *impact investing* belge, afin de compléter les réponses au problématique de départ : **Quels sont les effets de l'ambiguïté sur l'efficacité de l'*impact investing* ?**

Il en résulte que le niveau d'ambiguïté étant élevé, l'impact sur les conditions d'optimalité du marché de l'*impact investing* belge est négatif. Cependant cette conclusion s'appuie sur un rapprochement entre les faits observés sur le terrain, et la théorie économique développée dans le travail. Car en pratique, l'*impact investing* est marché émergent, aussi bien à l'échelle internationale, qu'en Belgique. De surcroît, la finalité de ce marché est double : être performante aussi bien pour l'économie que pour la planète. Par conséquent l'efficacité du marché de l'*impact investing* devrait être analysé sur cet angle.

En outre, nous avons vu que la recherche nous a apporté une conclusion qui caractérise bien la singularité de l'*impact investing* : l'ambiguïté fait que l'*impact investing* est rassembleur. Il convertit les pratiques des acteurs sensibles aux enjeux environnementaux, et avant-gardistes des opportunités économiques.

Par conséquent, si nous raisonnons pragmatiquement, nous avons pu constater qu'une ambiguïté soutenue dans le temps risque de voir le marché disparaître. Au vu de l'analyse des résultats des entretiens, les intervenants ne sont pas si préoccupés par la rigueur que requiert l'*impact investing*. Cela représente un danger pour non seulement l'intégrité du concept, mais aussi pour sa survie. D'autant plus que pour les deux, la littérature académique et l'analyse empirique, l'ambiguïté entre l'*impact investing* et l'ISR est considérable.

En conclusion l'*impact investing* gagnerait en efficacité si le discours se lie à la pratique, à défaut de quoi, il serait dilué par d'autres stratégies durables comme l'ISR, et participera au flou qui caractérise déjà les initiatives durables.

7.1. Conclusion personnelle

En outre, l'*impact investing* a été présenté comme par la littérature comme un compromis entre la philanthropie et la finance traditionnelle, et j'ai l'intime conviction qu'il doit garder ce trait de caractère. En effet la projection à faire lorsqu'on parle d'*impact investing* doit être double : est-ce que le marché est efficace pour l'économie et la société ?

Qui dit compromis, dit convergence des positions extrêmes pour un intérêt commun. Et qui dit convergence des positions extrêmes, dit également effort des acteurs les plus radicaux. Et pour finir, qui dit effort, dit progrès. Je m'inscris personnellement dans la philosophie d'Alex Houtart, qui pour répondre à la problématique, intègre la dimension de « marge de progression ». Et l'efficacité de l'*impact investing* devrait être analysée dans la verticalité qui lui caractérise, c'est-à-dire, dans sa mission à répondre aux enjeux sociétaux en changeant les paradigmes capitalistiques. Et l'ambiguïté à cette richesse de parvenir à ne pas remettre le système capitaliste dominant en cause, mais de tenter de le faire progresser. Et quoi de mieux que de se référer aux SDGs, pour se donner une boussole dans nos ambitions d'avoir un impact positif pour l'économie, la société et l'environnement ?

8. Recul critique et limites

8.1. Sur le concept

Comme la majorité de la population je ne connaissais pas l'*impact investing* (à en croire Bernard Bayot de Financité), jusqu'à il y a trois ans lors de mon stage chez Inventures Investment Partners. Le sujet est passionnant, et ma question de recherche propose une réponse aux dimensions philosophiques, voire religieuses, ce qui complexifie le sujet.

8.2. Sur la phase de recherche

En cette demi-année de Covid-19, la phase de recherche était l'étape que j'appréhendais le plus. En effet, les personnes interrogées étant essentiellement des professionnels et des cadres majeurs de l'*impact investing* belge, je craignais des indisponibilités et des réponses négatives à outrance. Il n'en était rien. Toutefois, j'aurais souhaité étendre le choix des intervenants impact hors des membres Solifin, et aussi sonder un échantillon d'entrepreneurs sociaux pour dynamiser les discussions. Mais vu les contextes sanitaires toujours d'actualité, cette idée a dû être avortée car j'ai rencontré des limites opérationnelles, je n'ai pas pu identifier avec précision d'autres acteurs impacts non-membre Solifin, et les dernières *matchmaking sessions* du réseau n'ont pas réuni un nombre suffisant d'entrepreneur sociaux pour pouvoir former un échantillon.

Ajouter à cela le déficit de documentation professionnelle de l'*impact investing* à l'échelle nationale, je n'ai su dynamiser la discussion comme je l'aurais souhaité.

8.3. Sur le travail fourni

La problématique de mon mémoire étant liée à l'ambiguïté, j'ai prêté une attention particulière à ce que cet aspect soit retranscrit, mais pas le fond mais dans la forme. Ce fut une expérience enrichissante où j'ai senti pendant tout le long de mon mémoire, mon sens de la recherche s'éveiller, mon style d'écriture s'améliorer, et mon sens de l'analyse s'affiner. J'ai beaucoup relu mes productions, et à chaque fois, je trouvais des points à améliorer, ce qui me laisse un goût d'inachevé, comme si mon travail n'était pas complet, et que j'aurais pu aller plus loin...

Bibliographie

- Viviani, J. L. (1994). Incertitude et rationalité. *Revue française d'économie*, 9(2), 105-146. Récupéré de https://www.persee.fr/docAsPDF/rfec0_0769-0479_1994_num_9_2_954.pdf
- Denant-Boemont, L. & L'Haridon, O. (2013). La rationalité à l'épreuve de l'économie comportementale. *Revue française d'économie*, volume xxviii(2), 35-89. doi:10.3917/rfe.132.0035.
- Agrawal, A, & Hockerts, K. (2019); Impact investing: review and research agenda. *Journal of Small Business & Entrepreneurship*. Doi: 10.1080/08276331.2018.1551457
- Benamouzig, D, Bergeron, H, & Segret, A (2015). Revue de la littérature Philanthropie. *SicencesPo, Laboratoire Interdisciplinaire d'Évaluation des Politiques Publiques*. Récupéré de <https://danielbenamouzig.files.wordpress.com/2015/05/revue-de-litterature-philanthropie.pdf>
- Abélès, M. (2003). Nouvelles approches du don dans la silicon valley. *Revue du MAUSS*, n° 21(1), 179-197. doi:10.3917/rdm.021.0179.
- Brest, P. and K. Born (2015). Unpacking the Impact in Impact Investing, *Stanford Social Innovation Review*. Récupéré de https://ssir.org/articles/entry/unpacking_the_impact_in_impact_investing
- Benford, R. & Snow, D. (2012). Processus de cadrage et mouvements sociaux : présentation et bilan. *Politix*, 99(3), 217-255. doi:10.3917/pox.099.0217.
- Viviani, J. (2018). Investissement à impact social : une approche financière. *Marché et organisations*, 31(1), 173-192. doi:10.3917/maorg.031.0173.
- Vilanova, P. (2012). Les conséquences internes de la crise économique. *Pouvoirs*, 142(3), 107-117. doi:10.3917/pouv.142.0107.
- Contamin, J. (2009). Analyse des cadres. Dans : Olivier Fillieule éd., *Dictionnaire des mouvements sociaux* (pp. 38-46). Paris: Presses de Sciences Po. Récupéré de
- Lenfant, J. S. (2001). La loi de Pareto: entre équilibre social et équilibre économique.
- Joly, B. (2009). Chapitre 1. Le marché. Dans : , B. Joly, *Le marketing* (pp. 21-54). Louvain-la-Neuve, Belgique: De Boeck Supérieur.
- Orléan, A. (1987). Anticipations et conventions en situation d'incertitude. *Cahiers d'économie politique/Papers in Political Economy*, 153-172. Récupéré de https://www.persee.fr/docAsPDF/cep_0154-8344_1987_num_13_1_1047.pdf
- Boutigny, E. (2005). Vers un renouvellement de la démarche qualitative en sciences de gestion ? *Management & Avenir*, 4(2), 59-69. doi:10.3917/mav.004.0059.
- Gioia, D. A., Corley, K. G., & Hamilton, A. L. (2013). Seeking qualitative rigor in inductive research: Notes on the Gioia methodology. *Organizational research methods*, 16(1), 15-31.

Defourny, J., & Nyssens, M. (2011). Approches européennes et américaines de l'entreprise social : une perspective comparative. *Revue internationale de l'économie sociale : Recma*, (319), 18-35.

Feront, C., & Bertels, S. (2019). The Impact of Frame Ambiguity on Field-Level Change. *Organization Studies*, 0170840619878467. Récupéré de <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0170840619878467>

Hebb, T. (2013). Impact investing and responsible investing: what does it mean? *Journal of Sustainable Finance & Investment* Doi doi.org/10.1080/20430795.2013.776255. Récupéré de <https://www.tandfonline.com/doi/abs/10.1080/20430795.2013.776255?journalCode=tsfi20>

Clarkin, J. E., & Cangioni, L. C.(2016). *Impact Investing: A Primer and Review of the Literature. Entrepreneurship Research Journal*, 6(2), 135-173.

Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. *Revue française de gestion*, (7), 79-92.

Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475.

Maymo, V. & Pallas-saltiel, V. (2011). L'intégration du développement durable dans le financement bancaire aux entreprises. *La Revue des Sciences de Gestion*, 247-248(1), 139-147. doi:10.3917/rsg.247.0139.

David, T. & Tournès, L. (2014). Introduction. Les philanthropies : un objet d'histoire transnationale. *Monde(s)*, 6(2), 7-22. doi:10.3917/mond.142.0006.

Campeau, L., Lacroix, A., Marchildon, A., & Dostie, C. (2011). Historique et définitions de la finance socialement responsable.

Cabantous, L. & Hilton, D. (2006). De l'aversion à l'ambiguïté aux attitudes face à l'ambiguïté: Les apports d'une perspective psychologique en économie. *Revue économique*, vol. 57(2), 259-280. doi:10.3917/reco.572.0259. Récupéré de <https://www.cairn.info/revue-economique-2006-2-page-259.htm>

Albouy, M. (2005). Peut-on encore croire à l'efficience des marchés financiers ?. *Revue française de gestion*, no 157(4), 169-188. doi:10.3166/rfg.157.169-188.

Garcia, R. (1986). La théorie économique de l'information : exposé synthétique de la littérature. *L'Actualité économique*, 62 (1), 88–109. <https://doi.org/10.7202/601361ar>

Bammi, R, & Verma, A. (2014). *Venture philanthropy: An emerging paradigm of venture capital*. Vilakshan, XIMB Journal of Management, 11(2), 127-140.

LEWIS, Maureen, *et al.* (2016) Les perspectives et obstacles au développement du marché de l'impact investing en Belgique.

Xhaufclair, V. (2015). Impact Investing and Venture Philanthropy, des outils de financement en quête d'impact.

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

<https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/20430795.2013.776257>

Neil Reeder, Andrea Calentonio (2013). *Measuring Impact and Non-financial Returns in Impact Investing: A Critical Overview of Concepts and Practice*. The London School of Economics and Political Science & European Investment Bank

Best, & Harji (2012). *Guidebook for Impact Inventors: Impact Measurement*. Venture Dali/Purpose Capital

Savoy, C. M., Carter, P., & Lemma, A. (2016). *Development finance institutions come of age: policy engagement, impact, and new directions*. Center for Strategic & International Studies (CSIS). Récupéré de <https://www.edfi.eu/wp/wp-content/uploads/2017/10/Development-Finance-Institutions-Come-of-Age.pdf>

(2003). Chapitre 1 : Le monde des fondations. Revue de l'OCDE sur le développement, no 4(3), 89-97. Récupéré de <https://www.cairn.info/revue-de-l-ocde-sur-le-developpement-2003-3-page-89.htm>.

O'Donohoe, N, Leijonhufvud, C, & Saltuk, Y. (2020). Impact Investments: An emerging asset class. *The Global Impact Investing Network (GIIN)*. Récupéré de <https://thegiin.org/assets/documents/Impact%20Investments%20an%20Emerging%20Asset%20Class2.pdf>

Drexler, M, et Noble, A. (2013). From the Margins to the Mainstream: Assessment of the impact Investment Sector and Opportunities to Engage Mainstream Investors. *World Economic Forum (WEF)*. Récupéré de http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf

GIIN (2019). *Sizing the Impact Investing Market*. Global Impact Investing Network. Récupéré de https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf

GIIN (2018). *Roadmap for the Future of Impact Investing: Reshaping Financial Markets*. Global Impact Investing Network. Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_Roadmap%20for%20the%20Future%20of%20Impact%20Investing.pdf

The Global Impact Investing Network (2017). *Achieving the Sustainable Development Goals: The role of Impact Investing*. Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_Impact%20InvestingSDGs_Finalprofiles_webfile.pdf

Mudaliar, A, Pineiro, A et Bass, R (2016). *Impact Investing Trends: Evidence of a Growing Industry*. The Global Impact Investing Network (GIIN). Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_Impact%20InvestingTrends%20Report.pdf

Hannah Schiff, Rachel Bass, Ari Cohen (2016). *The Business Value of Impact Measurement*. The Global Impact Investing Network (GIIN). Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_ImpactMeasurementReport_webfile.pdf

(2016). *Investing with Purpose*. CECF and Prudential Financial, Inc. (Récupéré de http://cecp.co/wp-content/uploads/2016/11/cecp_iwp_interactive_Final.pdf

(2013). *The Future of Investment: Impact Investing*. The UK Sustainable Investment and Finance Association. Récupéré de <https://uksif.org/wp-content/uploads/2013/08/The-Future-of-Investment-Impact-Investing1.pdf>

Martin, M (2013). *Making Impact Investible*. Impact Economy. Récupéré de <https://www.impacteconomy.com/download/Impact%20Economy%20-%202013%20-%20Making%20Impact%20Investible.pdf>

Johnson, K, Lee, H (2013). *Impact Investing: A Framework for Decision Making* Cambridge Associates. <https://thegiin.org/assets/documents/pub/impact-investing-a-framework-for-decision-making.pdf>

Niggemann, G, et Stefan Bragger, S.(2011). *Introducing Impact Investing*. UBS. Récupéré de <https://thegiin.org/assets/documents/pub/introducing-impact-investing-ubs.pdf>

(2009). *Investing for Social and Environmental Impact*. A Monitor Institute Report. Récupéré de <https://www2.deloitte.com/content/dam/Deloitte/global/Documents/Financial-Services/gx-fsi-monitor-Investing-for-Social-and-Environmental-Impact-2009.pdf>

(2003). *Fondations philanthropiques et coopération pour le développement*. Organisation de Coopération et de Développement Economique (OCDE) Récupéré de <http://www.oecd.org/fr/developpement/stats/22274509.pdf>

(2018) EUROPEAN SRI STUDY. Eurosif. Récupéré de <http://www.eurosif.org/wp-content/uploads/2018/11/European-SRI-2018-Study.pdf>

Goffman, E., REUMAUX, F., & HAMAD, M. (1987). L'ordre de l'interaction. *Sociétés (Paris)*, (14), 8-16.

Moureau, N., & Rivaud-Danset, D. (2004). L'incertitude dans les théories économiques. Récupéré de https://www.researchgate.net/profile/Nathalie_Moureau/publication/37415119_L'incertitude_dans_les_theories_economiques/links/5c4ef20092851c22a3963750/Lincertitude-dans-les-theories-economiques.pdf

Rodin, J, et Brandenburg, M (2014). *The Power of Impact Investing*. Récupéré de https://books.google.be/books?id=9Oo_BAAQBAJ&pg=PA7&lpg=PA7&dq=rodin+brandenburg+Venture+philanthropy&source=bl&ots=hqOTHi79TW&sig=ACfU3U2kmN4P6OR-pcKDUrDyl1ueFRVaHQ&hl=fr&sa=X&ved=2ahUKEwim6OGv7obqAhVDzKQKHYYhDDR0Q6AEwAXoECAsQAQ#v=onepage&q=rodin%20brandenburg%20Venture%20philanthropy&f=false

Global Impact Investing Network (2011) (GIIN). *IRIS+ and Social Return On Investment (SROI)*. Récupéré de <https://iris.thegiin.org/document/iris-and-social-return-on>

[investment/#:~:text=The%20SROI%20\(Social%20Return%20on,and%20managing%20an%20organization's%20impact.](#)

Organisation de coopération et de développement économiques (OCDE). *Institutions Financières de Développement et développement du secteur privé*. Récupéré de <https://www.oecd.org/fr/developpement/institutions-financieres-de-developpement-developpement-du-secteur-prive.htm>

Medium. (2019). *Comment fonctionne un fonds d'investissement ?* Récupéré de <https://medium.com/essentiels/comment-fonctionne-un-fonds-dinvestissement-384172ed8e9d>

European Development Finance Institution. *About DFIs*. Récupéré de <https://www.edfi.eu/about-dfis/what-is-a-dfi/>

Solifin. *Lexique*. Récupéré de <https://solifin.be/fr/lexique/#impact%20entreprise>

Global Impact Investing Network (GIIN). *About Impact Investing*. Récupéré de <https://thegiin.org/impact-investing/>

XL Trader. What is the Efficient Market Hypothesis? Récupéré de <http://technical-analysis-addins.com/def-efficient-market-hypothesis.php>

Champagne, C (2018) Dregroof Petercam. Impact investing, philanthropie, ISR : quelle différence ? <https://blog.degroofpetercam.com/fr-be/impact-investing-philanthropie-isr>

Van Maldegem, P (2019) 4 stratégies d'investissement durable. L'écho. Récupéré de <https://www.lecho.be/les-marches/fonds/portefeuille/4-strategies-d-investissement-durable/10126687.html>

De Viron, M. (2019). *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 de master). ICHEC, Bruxelles.

Dr. Iyer et Agrawal (2014). *Social Return on Investment – Measuring the Impact*. (Thèse de recherche). Somaiya Institute of Management Studies and Research, Mumbai. Récupéré de https://www.researchgate.net/publication/307547322_Social_Return_on_Investment_-_Measuring_the_Impact

Lupton, S. (2009). *Incertitude sur la qualité. De l'asymétrie d'information à l'incertitude partagée*. (Note pour l'obtention de l'habilitation à diriger des recherches). Université Paris X, Nanterre. Récupéré de <https://tel.archives-ouvertes.fr/tel-00418524/document>

Englebert de Tornaco, A. (2018). *Quelles sont les motivations des investisseurs actifs dans le domaine de l'impact investing ?* (Mémoire de master). ICHEC, Bruxelles.

Pagès, A. (2006). *Les performances de l'investissement socialement responsable : mesures et enjeux* (Mémoire de master). HEC, Paris. Récupéré de Vernimenn, la référence pour les professionnels et les étudiants de la finance

https://www.vernimmen.be/ftp/Memoire_performances_investissement_socialement_responsable_mesures_enjeux.pdf

Stranart, M. (2018). *Comment la technique de « blended finance » utilisée au travers d'une plateforme d'intermédiation pourrait permettre d'augmenter le financement des Sustainable Development Goals fixés par les Nations Unies ?* (Mémoire de master). ICHEC, Bruxelles.

Giot, L. (2016). *LA SÉPARATION DES ACTIVITÉS BANCAIRES : l'application d'une réforme visant à séparer strictement les activités de banque de dépôt et de banque d'investissement est-elle encore envisageable à l'heure actuelle en Belgique ?* (Mémoire de master). LSM, Louvain. Récupéré de https://dial.uclouvain.be/memoire/ucl/en/object/thesis%3A7074/datastream/PDF_01/view

Lewis, M. (2016). *Les perspectives et obstacles au développement du marché de l'impact investing en Belgique.* (Mémoire de master). HEC Liège, Liège. Récupéré de https://issuu.com/fgfffg/docs/mtafinance2017-02-lewis_tfe

Bridts, M. (2017). *L'investissement socialement responsable : critères et performances.* (Mémoire de master). HEC Liège, Liège. Récupéré de https://matheo.uliege.be/bitstream/2268.2/3606/4/M%C3%A9moire_MargotBridts_s110363.pdf

Conférence

« Deviens coopérateur NewB pour créer une banque coopérative éthique et durable » à l'ICHEC, le 25 novembre 2019

Solifin Event, soirée de lancement du réseau impact belge Solifin, le 16 Octobre 2019

Atelier Crédal, conférence réunissant les entrepreneurs sociaux en besoin de financement.