

**Haute Ecole**  
**Groupe ICHEC – ECAM – ISFSC**



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

**Comment impliquer les investisseurs institutionnels dans le  
financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en  
Europe ?**

**Étude de cas d'ImpaktEU**

Mémoire présenté par :  
**Aymeric Stulemeyer**

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

Année académique 2020-2021

Promoteur :  
**Christelle Dumas**

Boulevard Brand Whitlock 6 - 1150 Bruxelles







**Haute Ecole**  
**Groupe ICHEC – ECAM – ISFSC**



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

**Comment impliquer les investisseurs institutionnels dans le  
financement de la microfinance et de l'entreprenariat social en  
Europe ?**

**Étude de cas d'ImpaktEU**

Mémoire présenté par :  
**Aymeric Stulemeyer**

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

Année académique 2020-2021

Promoteur :  
**Christelle Dumas**

Boulevard Brand Whitlock 6 - 1150 Bruxelles



## Remerciements :

Je tiens à remercier toutes les personnes qui m'ont supporté lors de l'élaboration de ce mémoire.

Je souhaite tout d'abord remercier ma promotrice, Madame Christelle Dumas pour son implication, sa disponibilité et ses conseils avisés. Sa pédagogie m'a permis de pousser ma recherche en profondeur. Ses cours dispensés à l'ICHEC ont aussi contribué à mon intérêt pour une finance plus durable et inclusive.

Je tiens également à remercier chaleureusement mon maître de stage, Monsieur Patrick Somerhausen qui m'a beaucoup apporté dans la genèse de ce mémoire. Je le remercie également de m'avoir impliqué dans de nombreuses réunions et projets durant mon stage dans son entreprise Funds For Good, cela m'a énormément aidé dans ma recherche.

Je tiens à témoigner ma gratitude aux personnes suivantes pour leur aide et leur temps :

Toutes les personnes qui m'ont accordé un peu de leur temps pour participer à des entretiens. Tous ont immédiatement accepté cette discussion et leurs nombreuses réponses constituent le point fort de ce mémoire.

Mes parents Evelyne et Hervé Stulemeyer pour leurs relectures, corrections orthographiques et nombreux conseils durant l'ensemble du parcours stage et mémoire.



# Table des matières

<b><i>Introduction</i></b> .....	<b>1</b>
<b>Motivation du sujet et pertinence dans le contexte actuel</b> .....	<b>1</b>
<b>Formulation de la problématique</b> .....	<b>3</b>
Question de recherche.....	4
<b>Méthodologie</b> .....	<b>5</b>
<b><i>Partie 1 : État des lieux du marché de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe</i></b> .....	<b>6</b>
<b>1.1 Origine et évolution de la microfinance et de l'entrepreneuriat social</b> .....	<b>6</b>
1.1.1 Microfinance.....	6
1.1.2 Entrepreneuriat social .....	8
<b>1.2 Identification et définition des acteurs de la microfinance</b> .....	<b>9</b>
1.2.1 Les acteurs de la microfinance en Europe .....	11
1.2.2 Produits et services financiers de la microfinance .....	14
1.2.3 Le marché de la microfinance en Europe .....	16
<b>1.3 Identification et définition des acteurs de l'entrepreneuriat social</b> .....	<b>18</b>
1.3.1 Définition de l'entrepreneuriat social.....	18
1.3.2 Les acteurs de l'entrepreneuriat social en Europe .....	20
<b>1.4 Identification et définition des investisseurs institutionnels</b> .....	<b>22</b>
<b>1.5 Contexte légal, social et économique</b> .....	<b>24</b>
1.5.1 Contexte légal .....	24
1.5.2 Contexte économique .....	26
1.5.3 Contexte Social .....	28
<b>1.6 Identification des méthodes de financement actuelles</b> .....	<b>29</b>
1.6.1 Financement de la microfinance .....	29
1.6.2 Financement de l'entrepreneuriat social.....	34
<b>1.7 Conclusion de la revue de littérature</b> .....	<b>35</b>
<b><i>Partie 2 : Méthodologie de la recherche</i></b> .....	<b>36</b>
<b>2.1 Méthodes de collecte de données</b> .....	<b>37</b>
<b>2.2 Sélection de l'échantillon des personnes interviewées</b> .....	<b>38</b>

2.3	Entretiens semi-dirigés .....	40
2.4	Présentation des personnes interrogées.....	41
2.5	Analyse des données collectées .....	42
2.6	Présentation du cas ImpaktEU .....	43
2.6.1	Présentation du fonds .....	43
2.6.2	Présentation de l'équipe de gestion .....	47
	<b>Partie 3 : Présentation et analyse des résultats.....</b>	<b>48</b>
3.1	Présentation des résultats obtenus.....	48
3.1.1	Barrières identifiées.....	48
3.1.2	Présentation des barrières identifiées.....	51
3.1.2.1	Professionnalisation de l'investissement .....	51
3.1.2.2	Granularité/taille.....	52
3.1.2.3	Horizon Temporel .....	53
3.1.2.4	Mentalités et croyances .....	54
3.1.2.5	Absence de vide institutionnel ressenti .....	55
3.2	Étude de cas et analyse des résultats obtenus .....	56
3.2.1	Structure légale.....	57
3.2.2	Durée .....	60
3.2.3	Rentabilité attendue.....	61
3.2.4	Commercialisation .....	63
3.2.5	Stratégie d'investissement .....	66
3.2.6	Reporing .....	67
3.3	Vue d'ensemble des résultats obtenus .....	69
3.4	Propositions d'améliorations .....	71
3.5	Conclusion des résultats .....	76
	<b>Partie 4 : Implications et conclusion .....</b>	<b>77</b>
4.1	Recul critique et limites .....	77
4.2	Futures recherches .....	78
4.3	Conclusion générale du PSM.....	79
	<b>Bibliographie .....</b>	<b>81</b>
	<b>Compléments bibliographiques.....</b>	<b>89</b>

<i>Annexes.....</i>	<b>90</b>
---------------------	-----------

## Table des Illustrations

Figure 1 : Distribution des IMF par type institutionnel .....	13
Figure 2 : Écosystème des entreprises sociales.....	21
Figure 3 : les différentes formes d'entreprises sociales .....	26
Figure 4 : Présence des microentreprises en Europe .....	27
Figure 5 : Définition des microentreprises.....	27
Figure 6 : financement des microentreprises .....	30
Figure 7 : Définition des financeurs de microentreprises .....	31
Figure 8 : Sources de financement en fonction du stade de développement .....	32
Figure 9 : Écosystème de l'entrepreneuriat social et de la microfinance .....	39
Figure 10 : Mode opératoire d'ImpaktEU .....	45
Figure 11 : Mode opératoire de FFG .....	47
Figure 12 : Représentation en diamant des barrières identifiées .....	50
Tableau 1 : Sources de données .....	37
Tableau 2 : récapitulatif des personnes interrogées .....	41
Tableau 3 : Barrières au financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social par des investisseurs institutionnels .....	48
Tableau 4 : Récapitulatif des barrières levées.....	69
Tableau 5 : Propositions de solution pour améliorer ImpaktEU.....	72

## Liste des abréviations

Adie. : l'Association pour le droit à l'initiative économique

AIFM. : Alternative Investment Funds Managers

BEI. : Banque Européenne d'Investissement

CDC. : Caisse de Dépôts et Consignations

EaSI. : Employment and Social Innovation

EMN. European Microfinance Network

ES. : Entreprises Sociales

EVPA. : European Venture Philanthropy Association

FASE. : Financing Agency for Social Entrepreneurship

FEI. : Fonds Européen d'Investissement

FFG. : Funds For Good

FSMA. autorité des services et marchés financiers

GIIN. : Global Impact Investing Network

IMF. Institutions de MicroFinance

IRR. : Internal Rate of Return

ISR. Investissement Socialement Responsable

MFC. MicroFinance Center

NBFI. : Non-Bank Financial intermediaries

OCDE. Organisation de Coopération et de Développement Économique

ODD. : Objectifs de Développement Durable

PNUE. : Programme des Nations Unies pour l'Environnement

PRI. : Principles for Responsible Investing

SFPI. : Société Fédérale de Participations et d'Investissements



## Introduction

### Motivation du sujet et pertinence dans le contexte actuel

Nous avons tendance à considérer l'Europe comme une sorte d'eldorado où la situation économique et sociale est relativement stable et saine. Cependant, plusieurs constats tendent à démontrer que notre continent a encore de la marge pour s'améliorer. Selon Eurostat, 17,3% de la population se trouvait en situation de pauvreté ou d'exclusion sociale en 2019 ce qui représente tout de même 75 millions de personnes (Eurostat, 2019). La répartition des richesses est également inégalitaire avec 50% des ménages les plus riches qui se partagent 90% des richesses (European Central Bank, 2020). Ces situations de précarité et d'inégalité entraînent également une montée des tensions sociales et une montée en puissance de l'extrémisme politique.

Les enjeux sociaux ne sont pas les seuls enjeux préoccupants à l'heure actuelle. L'Europe, au même titre que tous les autres continents, fait face à une crise environnementale majeure. Selon un rapport du Programme des Nations Unies pour l'Environnement (PNUE), il faudrait réduire nos émissions de CO2 de 7,6% par an entre 2020 et 2030 afin d'atteindre les objectifs fixés par l'Accord de Paris pour limiter la hausse des températures à 1,5° (United Nations Environment Programme, 2019). Ce chiffre de 7,6% correspond approximativement à la baisse du PIB que nous avons connue lors de la crise du COVID-19 en 2020. C'est un signe que réduire nos émissions n'est pas une chose simple et qu'il faut trouver d'autres moyens d'action pour parvenir à avoir une économie qui continue à croître tout en parvenant à baisser nos émissions de carbone. L'économie européenne menaçait déjà de tomber en récession avant le début de la crise du Covid-19. Le PIB européen a pris un coup en 2020 en baissant de 7,4% (Statista, 2021).

Les faits cités ci-dessus ne constituent que quelques exemples du climat social, environnemental et économique européen actuel. Cependant un constat très important émerge : les solutions à ces problèmes existent déjà dans beaucoup de cas mais elles manquent de moyens pour se développer. La microfinance et l'entrepreneuriat social sont de puissants outils dans la construction d'une économie de croissance plus inclusive et durable.

Une étude réalisée par KPMG démontre que 1 EUR investi dans un programme de MicroStart rapporte 4 EUR à la collectivité après 2 ans. Ce rendement est en grande partie dû au fait que de nombreux bénéficiaires de microcrédits étaient sans emploi et représentaient une charge pour la collectivité. Même lorsque les personnes étaient actives, le microcrédit qu'ils ont obtenu leur a globalement permis d'accroître leurs revenus (KPMG, 2017). Bien entendu, cette étude n'est valable que sur le territoire belge mais elle démontre tout de même l'impact solide que la microfinance peut avoir. Cette étude permet également de comprendre que ce

type d'investissement a du sens tant sur le plan social, car il permet à des personnes de trouver un travail ou d'améliorer leur situation, mais également sur le plan économique en diminuant le nombre de personnes à charge.

L'entrepreneuriat social quant à lui est un outil très puissant pour changer la manière dont fonctionne notre économie actuelle. Comme nous le découvrirons dans ce travail, l'entrepreneuriat social a pour objectif premier de répondre à des besoins sociétaux de type social ou environnemental par exemple, tout en utilisant les structures du marché (European Commission, s.d.). Selon la Commission européenne, on compte approximativement 2 millions d'entreprises sociales en Europe, ce qui représente tout de même 10% du nombre total d'entreprises actives sur le continent. Il est donc assez incroyable de constater qu'un mouvement aussi jeune que celui-ci ait déjà une telle ampleur. Ces entreprises sociales sont majoritairement de petites ou très petites entreprises qui manquent souvent de moyens pour se développer (European Commission, s.d.).

Le mouvement de l'investissement responsable ou à impact est en vogue ces dernières années. Les jeunes générations sont très impliquées et souhaitent se distancier du chemin emprunté par leurs ainés (Knorz & Brock, 2020). L'objectif n'est plus de sauver le monde avec de la charité ou des donations mais bien au travers d'investissements qui ont du sens et de l'impact. Il peut paraître étrange de citer le COVID comme un facteur de développement des investissements à impact mais c'est pourtant le cas. En effet, la crise a eu un effet électrochoc qui a donné à la population un sens de l'urgence. Globalement, on a ressenti que les citoyens souhaitaient aller de l'avant plutôt que de retourner à la situation d'avant (Knorz & Brock, 2020).

Concrètement, les raisons énoncées ci-dessus m'ont poussé à me diriger dans cette direction pour l'élaboration de mon mémoire. Durant mon Master, lorsque nous avons eu plus de libertés quant au choix de nos options, j'ai décidé d'opter pour la finance et la durabilité. Je trouve cela particulièrement intéressant dans un contexte actuel où notre système financier libéral est souvent remis en question. Notre société doute de la capacité du système financier à faire croître notre société de manière durable. Les raisons de ces doutes sont reprises dans le débat de l'Organisation de Coopération et de Développement Économique (OCDE) sur le système financier (OCDE, 2018). On a donc tendance à sous-estimer les effets positifs que notre système financier peut avoir lorsqu'il est utilisé à bon escient. Je pense également que nous avons « oublié » que nous étions responsables de nos investissements. Les acteurs institutionnels comme les fonds de pension, les compagnies d'assurances ou encore les banques ne font que gérer l'argent de la population, celui-ci ne leur appartenant pas. Nous sommes donc indirectement responsables de la manière dont nous investissons notre argent. C'est pour cela que j'ai souhaité travailler sur une problématique qui concerne la finance durable. J'ai rapidement trouvé un stage dans une entreprise qui crée et distribue des produits d'« *investissement responsable* » où j'ai eu l'opportunité de travailler sur le

lancement d'un fonds à impact destiné à financer la microfinance et l'entrepreneuriat social en Europe.

## Formulation de la problématique

Comme nous l'avons vu dans la mise en contexte et le choix du sujet (cf. supra p.1), l'Europe est sujette à une situation sociale, économique et environnementale qui n'est pas optimale et qui laisse place à des améliorations importantes. En parallèle, on remarque une population dont les mentalités évoluent et qui vient de faire face à une crise importante. La combinaison de ces deux facteurs nous donne un terrain très fertile pour les investissements à impact. De surcroît, nous avons également vu que nous disposons déjà d'outils de changement concrets avec la microfinance et l'entrepreneuriat social. Investir dans ces secteurs revient donc à faire de l'investissement à impact. En effet, les Institutions de MicroFinance (IMF) peuvent être considérées comme des entreprises sociales de par la nature de leur activité et leur modèle économique. Cependant, elles doivent tout de même répondre à certaines exigences en termes de taux d'intérêts appliqués ou de diversité de bénéficiaires afin de réellement pouvoir être considérées comme des entreprises sociales (Hudon, Labie, & Reichert, 2018).

Ce qui est réellement intéressant avec l'investissement à impact c'est qu'il permettrait de mobiliser beaucoup plus de fonds que les dons philanthropiques ou les ressources publiques (GIIN, 2020). La raison derrière ce postulat est que les investissements à impact fournissent un retour sur investissement et malgré que celui-ci soit souvent en dessous du niveau de rentabilité attendu du marché, cela constitue tout de même un avantage. Ils se différencient de l'approche classique qui consiste à donner de l'argent ou faire appel à des fonds publics pour financer le secteur de l'impact (GIIN, 2019). Le marché de l'investissement à impact est apparu à la fin des années 90 et connaît actuellement une croissance importante (GIIN, 2020).

Selon le CEO et co-fondateur du « *Global Impact Investing Network* » (GIIN), le marché de l'investissement à impact est en train de grandir tant en termes de diversification qu'en profondeur. Les acteurs de l'investissement à impact parviennent chaque année à mobiliser de plus en plus de fonds grâce au pouvoir de la finance et parviennent ainsi à mobiliser des ressources cruciales pour faire face aux plus grands défis auxquels notre société est confrontée (GIIN, 2020).

Aujourd'hui, nous sommes à un tournant important de notre histoire et les décisions que nous prenons vont radicalement façonner le monde dans lequel nos enfants vivront. Les acteurs institutionnels ont atteint une taille énorme et possèdent des capacités d'investissement importantes et peuvent potentiellement avoir un impact conséquent. Cependant, pour permettre aux institutionnels de se lancer dans l'investissement à impact, il faut trouver des projets qui correspondent à leurs objectifs d'investissement. Compte tenu de leur taille et de leurs objectifs d'investissement, souvent à long terme, les investisseurs

institutionnels sont très bien placés pour faire de l'investissement à impact (Wang, 2016), même s'ils ont des obligations de rendement et des restrictions en termes de risques à respecter puisqu'ils agissent pour le compte de tiers.

Assez naturellement, sur la base de ces différents constats, j'ai décidé de travailler sur la problématique suivante :

#### Question de recherche

#### ***Comment impliquer les investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe ? Étude de cas d'ImpaktEU.***

Le choix de travailler sur la microfinance et l'entrepreneuriat social provient du fait que l'on peut considérer les IMF comme étant des entreprises sociales. De plus, la microfinance et l'entrepreneuriat sont les cibles d'investissement choisies par ImpaktEU. C'est d'ailleurs précisément l'étude de cas qui fera l'objet de ce mémoire. Financer la microfinance et l'entrepreneuriat social permet de lutter contre des problèmes sociétaux divers que sont la pauvreté, la précarité et les inégalités sociales ainsi que la crise écologique et divers autres problèmes de société. Il est important de préciser que les bénéficiaires de microcrédits ou autres produits de microfinance n'ont aucune obligation d'avoir un impact de par leur activité contrairement à l'entrepreneuriat social qui vise principalement à résoudre un problème de société et donc avoir un impact social ou environnemental concret et mesurable.

En ce qui concerne la structure de ce mémoire, je commencerai par dresser un état des lieux de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe. Ensuite, grâce aux informations recueillies lors d'interviews de personnes actives dans différents secteurs de l'écosystème central à ce mémoire, j'identifierai les barrières à l'investissement dans ces secteurs d'activité. J'analyserai ensuite le cas du projet de fonds d'investissement à impact « ImpaktEU ». L'objectif étant de parvenir à identifier les barrières au financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe auxquelles les investisseurs institutionnels sont confrontés et d'analyser dans quelle mesure le cas ImpaktEU apporte une solution à ces barrières. Nous verrons alors dans quelle mesure il s'agit d'une solution efficace et comment celle-ci pourrait être améliorée dans le futur.

## Méthodologie

Dans la première partie de ce mémoire, je ferai un état des lieux du contexte qui entoure les concepts de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe. Pour ce faire, j'aborderai l'origine de ces concepts ainsi que la définition et l'identification des parties prenantes concernées. Je passerai également en revue le contexte économique, social et légal ainsi que les méthodes de financements existant actuellement pour le développement de l'entrepreneuriat social et de la microfinance. Pour développer ces différents points, la méthodologie privilégiée sera le **recueil des données existantes** (données secondaires). Cela me permettra également de faire un état des lieux des personnes ou organisations qui traitent le sujet.

Pour apporter des éléments de réponse à la question de recherche, je réaliserais l'étude du cas ImpaktEU. Cette étude de cas consistera à analyser dans quelle mesure ImpaktEU est une solution pour motiver les investisseurs institutionnels à investir dans la microfinance et l'entrepreneuriat social européen. Pour cela, j'utiliserais une **approche qualitative** qui permet de mieux comprendre le phénomène abordé ainsi que la nature des forces qui entourent le sujet de l'investissement à impact par des institutionnels (Paquet, Schrooten, & Simons, 2018). Pour ce faire, l'outil privilégié consistera en une série **d'entretiens semi-dirigés** avec des experts impliqués à différentes étapes de la chaîne de valeur du financement de l'entrepreneuriat social et de la microfinance. Je reviendrai plus en détails sur cet outil méthodologique dans la partie 2 du mémoire.

Les **observations directes** réalisées lors de mon stage au sein de l'entreprise Funds For Good (FFG) m'ont permis de récolter l'information nécessaire tant sur les investisseurs institutionnels que sur les entrepreneurs sociaux et les institutions de microfinance. J'ai ainsi pu identifier les principaux acteurs en Belgique et les différentes politiques qu'ils mettent en place.

## Partie 1 : État des lieux du marché de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe

### 1.1 Origine et évolution de la microfinance et de l'entrepreneuriat social

#### 1.1.1 Microfinance

La microfinance telle que nous la connaissons aujourd’hui est communément reconnue comme étant née en 1978 au Bangladesh avec la création de la Grameen Bank par Muhammad Yunus, également connu comme étant le « père de la microfinance ». La Grameen Bank fut fondée en réponse à une grosse famine qui a frappé le Bangladesh à l’époque (Bayot, et al., 2008). La microfinance a fait son apparition quelques années plus tard en Europe avec l’émergence d’IMF sur l’ensemble du continent. En France par exemple, la microfinance est née avec la création de l’Association pour le droit à l’initiative économique (Adie) en 1989 par Maria Nowak (Adie, n.d). Cette dernière a importé le projet depuis le Burkina Faso et l’Albanie où elle travaillait sur des projets de développement de microfinance.

En 1999, l’Europe marque déjà son intérêt pour la microfinance avec la création du « *MicroFinance Center* » (MFC). Quelques années plus tard, en 2003, le « *European Microfinance Network* » (EMN) est lancé (Bayot, et al., 2008).

C’est à partir des années 2000 que le phénomène prend réellement de l’ampleur en Europe. 2005 est nommée année internationale du microcrédit et en 2006, Muhammad Yunus reçoit le prix Nobel de la paix pour son travail avec la Grameen Bank. Le concept gagne alors énormément en crédibilité et en visibilité à travers le monde (Bayot, et al., 2008).

Ces dernières années, l’Europe a su montrer son ambition pour le développement du secteur en allouant un budget de 300 millions d’EUR à répartir sur la période 2014-2020. C’est le programme « *employment and social innovation* » (EaSI) qui est chargé de ce budget (Convergences, 2019)

Depuis l’émergence de la microfinance, on lui attribue de nombreuses vertus comme un moyen de financer les exclus du système financier ou encore un moyen de lutte contre la précarité ou de resocialisation (Labie, 2004). Néanmoins, il n’existe pas de consensus sur les effets positifs de la microfinance. Certains auteurs de la communauté scientifique soulignent que la microfinance ne permet pas aux bénéficiaires de se développer mais engendre une nouvelle forme de pression sociale. Selon Isabelle Guérin, voici comment on pourrait résumer cette situation : « *le microcrédit s’adresse aux personnes vulnérables mais non aux plus*

*pauvres ; deuxièmement, le microcrédit dans sa formule classique permet aux personnes vulnérables de prévenir un certain nombre de risques en les aidant à diversifier leurs sources de revenu et à accumuler un capital, mais ne leur permet pas d'amortir les risques lorsqu'ils surviennent » (Guérin & Servet, 2003).*

Un article rédigé par Hermes et Lensink cherche à comprendre quelles sont exactement les retombées pour les bénéficiaires de microcrédits et quel est l'impact de ceux-ci sur la réduction de la pauvreté. Globalement, le microcrédit permet d'augmenter les investissements des pauvres dans des activités génératrices de revenus et leur permet de diversifier leurs sources de revenus (Hermes & Lensink, 2007). Les auteurs soulignent également l'impact positif que le microcrédit a sur la situation sociale et économique des femmes. Néanmoins, ceux-ci nuancent l'efficacité du microcrédit comme moyen d'éliminer la pauvreté. Selon eux, le microcrédit n'atteint pas les plus pauvres des pauvres. Les plus pauvres décident souvent de ne pas prendre part à l'activité de microcrédit par manque de confiance et par peur du risque. Ensuite, les plus pauvres sont souvent exclus des prêts de groupes car jugés trop à risque de faire défaut. Enfin, les IMF peuvent délibérément exclure les plus pauvres et cherchent souvent à s'installer dans des régions qui ne sont pas les plus pauvres afin de trouver des clients capables de rembourser leurs emprunts (Hermes & Lensink, 2007). Dans l'ensemble, les retombées de la microfinance sont encore peu claires. Il est capital de comprendre ce qu'il serait nécessaire de mettre en place et quel coût cela aurait pour que la microfinance devienne un réel outil de réduction de la pauvreté (Hermes & Lensink, 2007).

Il existe également d'autres controverses concernant les IMF et leur statut d'entreprises sociales. Elles sont bien souvent dans une situation complexe où elles doivent garantir des prêts à des taux d'intérêt démocratiques tout en leur permettant d'être viables. Si elles pratiquent des taux d'intérêt trop élevés, leur statut d'entreprise sociale est remis en question et si elles pratiquent au contraire des taux d'intérêt trop faibles, on doute de leur capacité à offrir un soutien dans la durée aux bénéficiaires. Selon Marc Labie, il faut donc que les taux pratiqués soient suffisants pour couvrir l'ensemble des coûts engendrés par l'IMF (Labie, 2004).

Malgré les louanges portées à la microfinance et de nombreuses « *success stories* », on a rapidement constaté quelques soucis. Les IMF dépendent fortement des subsides publics ce qui rend ces entreprises incapables d'assurer leur durabilité dans le temps. De plus, afin d'assurer leur durabilité et couvrir leurs coûts, certaines IMF ont commencé à pratiquer des taux d'intérêt bien au-dessus des taux du marché. La communauté scientifique commence à se poser des questions quant au changement de vocation des IMF qui avaient initialement comme objectif de mettre un terme à la pauvreté et aux inégalités sociales. En pratiquant des taux d'intérêt élevés afin de générer du profit et d'être pérennes, les IMF auraient tendance à perdre de vue leur mission initiale (Wajid, Sun, & Ikram, 2017).

D'autres auteurs corroborent cette vision qui consiste à dire que la microfinance perd de son essence en tentant de devenir une activité rentable. Mais d'un autre côté, c'est également la seule manière d'assurer la pérennité des IMF en leur permettant d'atteindre une taille nécessaire pour répondre à la demande grandissante de microcrédits. On remarque également que ce sont les bénéficiaires les plus pauvres qui ont tendance à payer les taux d'intérêt les plus élevés à cause du risque qu'ils représentent pour les IMF. Il n'est donc pas étonnant de lire dans la littérature que des auteurs soulèvent une question éthique à propos des IMF et de leur mission (Morduch & Ogden, 2019)

Concrètement, le secteur de la microfinance connaît un développement important mais tous ne s'accordent pas à dire qu'il est aussi efficace qu'il prétend l'être dans la lutte contre la pauvreté et la précarité. Certaines questions éthiques sont également soulevées concernant le développement de la microfinance comme une activité lucrative.

### 1.1.2 Entrepreneuriat social

En ce qui concerne l'« entrepreneuriat social », il est plus compliqué de retracer l'origine exacte du concept. On recense des formes d'entrepreneuriat social depuis bien longtemps déjà. Le concept d'entrepreneuriat social tel que nous le connaissons aujourd'hui est apparu dans les années 1980 aux États-Unis (Hajar & Abderrazak, 2020). Néanmoins, l'exemple le plus connu d'entreprise sociale n'est autre que celui de la Grameen Bank fondée par Muhammad Yunus. La microfinance est en effet une forme d'entrepreneuriat social puisqu'elle tente de résoudre un problème de société qui est celui de l'exclusion bancaire et de la précarité. Bien que l'entrepreneuriat social ne soit pas nouveau, ce concept n'a que très récemment commencé à être étudié par la communauté scientifique. De par sa nature, l'entrepreneuriat social tente de résoudre un large panel de problèmes sociaux, ce pourquoi il suscite de plus en plus l'attention. En outre, cette forme d'entrepreneuriat est perçue comme une manière innovante de financer des organisations sans but lucratif (Janssen, Bacq, & Brouard, 2012).

Tous ces éléments font que depuis le début des années 2000, la Commission européenne a placé le développement de l'entrepreneuriat social parmi ses priorités. Beaucoup d'initiatives ont également vu le jour dans le but de promouvoir le sujet comme Ashoka, Schwabb ou Skoll pour n'en citer que quelques-unes (Janssen, Bacq, & Brouard, 2012). Ces initiatives sont essentielles pour partager les connaissances en la matière et permettre un bon développement et une meilleure communication.

C'est grâce à des facteurs dit « *bottom up* », ou approche par le bas, avec une demande de la part des communautés et une approche dite « *top down* », ou approche par le haut, avec des

programmes de financement européens que l'entrepreneuriat social connaît un développement important ces vingt dernières années (Commission Européenne, 2020).

## 1.2 Identification et définition des acteurs de la microfinance

Les notions de microfinance et de microcrédit évoluent et sont sujettes à des modifications au fur et à mesure qu'elles sont étudiées et que le contexte dans lequel elles se situent évolue. Il existait une définition communément utilisée en Europe, mais depuis 2018 l'EMN en a proposé une nouvelle plus adaptée selon eux à la réalité actuelle.

### **La définition officielle de la microfinance et du microcrédit par la Commission européenne**

La microfinance est le concept le plus large puisqu'il englobe les différents produits et services qui constituent ce même terme comme nous allons le constater.

*“Microfinance in the European Union : all those activities oriented to provide access to financial services of individual amounts normally smaller than the EU per capita GDP, to socially or financially excluded people (generally without collateral nor credit history), lacking access to traditional sources of finance, with a social and financial inclusion objective, on terms adapted to the analyzed financial capacity and coupled with access to high quality financial education and/or business development services.”* (EMN, 2018)

La microfinance est donc un ensemble de produits et de services destinés à faciliter l'inclusion financière des personnes exclues du système financier traditionnel.

Le microcrédit est quant à lui un des produits utilisés par les institutions de microfinance. Il s'agit du produit le plus communément employé dans ce domaine d'activité. Il existe d'autres produits tels que les assurances ou le leasing mais ils sont moins fréquents. Voici à présent la définition de référence du microcrédit :

*“Microcredit is defined by the European Commission as a **loan or lease under EUR 25,000** to support the development of self-employment and micro-enterprises. It has a **double impact** (sometimes also referred to as ‘the two sides of the microfinance coin’): **an economic impact** as it allows the creation of income generating activities **and a social impact** as it contributes to financial inclusion and therefore to the social inclusion of individuals.”* (EMN, 2018)

L'élément central de la définition actuelle employée par la Commission européenne est la limite de prêt fixée à 25.000 EUR qui remonte à 2001. La définition a ensuite été développée plus en profondeur en 2003 et en 2007 avant de devenir ce qu'elle est aujourd'hui.

Cependant, l'EMN propose une nouvelle définition du microcrédit qui serait plus adaptée. Selon elle, la définition actuelle ne tient pas compte des spécificités du secteur. Avoir une définition qui correspond à la réalité du secteur est primordial pour identifier qui sont les potentiels bénéficiaires des services de microfinance et pour aider les décideurs à mettre en place les bonnes politiques (EMN, 2018). Le principal élément constitutif de la définition actuelle est la limite de microcrédit fixée à 25.000 EUR et selon l'EMN, celle-ci devrait être doublée.

### **La nouvelle définition proposée**

Il est proposé de définir la microfinance comme une quelconque activité qui vise à financer les personnes ou entreprises exclues du système bancaire traditionnel sous réserve qu'elles répondent aux critères suivants (EMN, 2018) :

- **Cibles** : Socialement ou financièrement exclues du système, n'ayant pas accès aux sources de financement classiques.
- **Objectif de l'opération** : Inclusion sociale et financière. L'objectif premier des intermédiaires n'est pas le profit et les bénéfices ne sont pas distribués mais sont réinvestis pour assurer la pérennité dans le temps de l'organisation.
- **Un système de financement sur mesure qui :**
  - analyse la capacité de remboursement des personnes qui demandent un emprunt afin d'éviter qu'elles ne se retrouvent surendettées
  - comprend un accompagnement en plus du service financier fourni.
- **Produits** : Les produits financiers compris dans la définition sont principalement le microcrédit mais comprend également les autres produits comme la micro-assurance par exemple.
- **Montant** : Le montant maximum proposé dans cette nouvelle définition n'est plus 25.000 EUR mais 50.000 EUR.

En rassemblant ces conditions dans une seule définition nous arrivons à une proposition qui est la suivante :

***“Microcredit in the European Union: loan of a small amount (normally smaller than the EU per capita GDP), proposed for the creation or expansion of income-generating and job-creating activities or micro-enterprises, i.e. the financing of investment and/or working capital, offered to socially or financially excluded people (generally without collateral nor credit history) lacking access to mainstream sources of finance, with a social and financial inclusion objective, on terms adapted to the analyzed repayment capacity (to prevent over indebtedness), and coupled with access to high quality business development services.”*** (EMN, 2018)

Cependant, la microfinance ne se limite pas au microcrédit ni aux produits de microfinance comme nous le démontre la définition reprise ci-dessus. Une partie importante de la microfinance passe également par des services « non-financiers ». Il n'existe pas encore de consensus sur la définition de ces services mais voici une la définition proposée par Unterberg :

***“Non-Financial services : services that improve the performance of the enterprise, its access to markets and its ability to compete. This includes a wide array of business services, both strategic and operational, aimed at individual enterprises. ”*** (Unterberg, 2017, p. 7)

Les institutions de microfinance, chargées de délivrer les différents produits et services, servent d'intermédiaires entre les financeurs de la microfinance et les bénéficiaires finaux, à savoir les microentreprises ou micro-entrepreneurs. Leur rôle consiste, d'une part, à transformer le capital mis à leur disposition ou emprunté afin d'en faire des produits financiers qui peuvent être consommés par ces mêmes bénéficiaires finaux. D'autre part, leur rôle consiste aussi à proposer divers services « non-financiers ». Cependant, la plupart des IMF européennes font face à un défi de taille qui est l'incapacité de garder des sources de financement stables et régulières, ce qui les empêche de développer leurs activités de microfinance. Il est nécessaire de disposer de financement durable pour financer la phase de lancement et d'exploitation des petites entreprises (Bork, et al., 2020).

C'est précisément dans ce contexte que nous chercherons à comprendre comment motiver des acteurs institutionnels à contribuer à ce financement. A partir de ces définitions de la microfinance, on réalise rapidement que les IMF sont de petits acteurs qui n'intéressent pas les investisseurs institutionnels.

### 1.2.1 Les acteurs de la microfinance en Europe

Passons à présent en revue le marché des institutions de microfinance européennes. Qui sont les acteurs principaux de cet écosystème qu'est la microfinance et comment se déclinent-ils ? De quelle manière ce marché est-il structuré, quels sont les points de convergence et de divergence entre les différentes zones de l'Europe ?

Pour répondre à cette question, commençons par scinder les acteurs en deux grandes catégories, à savoir les banques et les non-banques.

Les **banques**, au sens classique du terme, sont des intermédiaires financiers qui ont pour rôle de base de collecter l'épargne des ménages ou des entreprises pour ensuite la prêter à d'autres ménages ou entreprises qui recherchent des fonds pour diverses raisons. Il est évident que les métiers des banques sont plus larges que la simple intermédiation financière. Comme cela ne fait pas l'objet de ce mémoire, nous ne rentrerons pas plus en détails dans ce

sujet. La responsabilité des banques et les problèmes de désintermédiation financière sont des sujets qui pourraient faire l'objet d'une recherche à part. Néanmoins, certaines banques peuvent faire du microcrédit dans le cadre de leur rôle d'intermédiaire mais cela ne représente pas, en général, une grande partie de leurs activités. En effet, les banques classiques s'occupent généralement d'une tranche de la population qui a des moyens financiers plus importants ou qui peuvent fournir plus de garanties. La raison de leur implication dans la microfinance peut donc être double : soit les banques agissent dans le cadre de leurs activités usuelles à titre lucratif, soit dans le cadre d'un quelconque programme de responsabilité sociétale dans lequel elles se sont engagées. Certaines banques parviennent également à allier ces deux objectifs. L'origine de leur motivation, qu'elle soit financière ou sociale, va principalement dépendre du type de banques dont il s'agit. On dénombre plusieurs « sortes » de banques comme les banques éthiques, les banques traditionnelles, les coopératives de crédit ou encore les banques coopératives (Cozarenc, 2015).

Les **non-banques**, comme leur nom l'indique, sont des institutions ou organisations qui ne possèdent pas l'accréditation de banque et n'exercent donc pas tous les métiers de la banque. On retrouve principalement ce type d'institutions dans des marchés où le taux de pénétration bancaire est assez faible. Il s'agit d'endroits où le taux d'exclusion bancaire est relativement important et où les supports publics peuvent manquer. Les IMF non-banques regroupent des ONG ou fondations, des entités gouvernementales et des institutions financières de développement (Cozarenc, 2015).

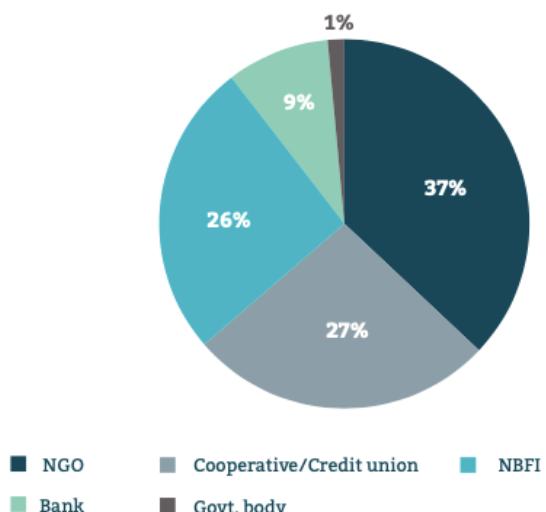
Bien que ces 2 types d'acteurs soient actifs sur le même marché, ils ne sont pas en concurrence pour autant. Ils ont plutôt tendance à être complémentaires. En 2015, environ 80% des entreprises actives en Europe étaient financées par des banques. Les principaux bénéficiaires étaient des PME. De leur côté, les IMF non-bancaires se concentraient sur une activité de microfinance et servaient principalement de petites et très petites entreprises ainsi que des individus exclus du système bancaire. Il ne faut cependant pas croire que l'accès au financement bancaire pour les PME est une chose simple. Dans de nombreux cas, les PME n'ont pas suffisamment d'actifs pouvant être pris en garantie ou un historique de crédits assez longs pour obtenir la confiance des banques classiques (Cozarenc, 2015).

Puisque les banques commerciales ne répondent pas à la demande de microcrédits en se limitant aux microentreprises les moins à risque de faire défaut, ce sont les acteurs non bancaires qui prennent le relais. Bien qu'ils parviennent à desservir plus d'entreprises ou entrepreneurs, ces acteurs ne dépassent que rarement leur seuil de rentabilité et ne sont donc techniquement pas viables à ce stade. Plus les IMF tentent d'être inclusives et de cibler les plus petits acteurs, plus elles tendent à s'éloigner de ce seuil de rentabilité (Unterberg, 2017)

Dans le rapport sur la microfinance en Europe de 2020 réalisé par le Réseau Européen de Microfinance, on retrouve un diagramme circulaire qui reprend la répartition des acteurs impliqués dans la microfinance. Les données proviennent d'une enquête réalisée auprès de 143 institutions européennes.

*Figure 1 : Distribution des IMF par type institutionnel*

**Figure 2: Distribution of MFIs by institutional type (N=143)**



Source: Pytkowska, J. (2021, 02 09). *Microfinance in Europe: Survey Report 2020 edition*. Récupéré le 05 2021, de [https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/survey2020\\_87.pdf](https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/survey2020_87.pdf)

Sur ce graphique, nous constatons que plus d'un tiers des IMF en Europe sont des ONG, suivies par les coopératives de crédit et les « *Non-Bank Financial intermediaries* » (NBFI) et ensuite seulement viennent les banques classiques. Ces chiffres, tirés d'une enquête à échelle européenne, varient de manière importante lorsqu'on scinde le territoire en deux grandes zones : l'Europe de l'Ouest et celle de l'Est. A l'Ouest, il y a relativement plus de banques et d'ONG qu'à l'Est, alors qu'il y presque six fois plus de coopératives de crédit à l'Est. Le marché européen de la microfinance est un marché hétérogène entre les grandes zones du continent mais également entre les différents pays. Il est donc important de comprendre que ce qui est vrai en matière de microfinance dans un pays européen ne l'est pas nécessairement dans un autre. La régulation de la microfinance reste une compétence étatique à ce jour entraînant des variétés plus ou moins fortes d'un pays à l'autre. Certains pays interdisent en effet à toute institution n'ayant pas le statut de banque de pratiquer le microcrédit (Pytkowska, 2021).

On apprend également dans cette étude l'âge des différentes sortes d'IMF en fonction de leur type et de leur localisation. Moins de la moitié des IMF existent déjà depuis plus de 20 ans (42% des répondants). Les syndicats de crédits sont le type d'institutions les plus anciennement présentes en Europe. En parallèle, on ne dénombre que 7% de nouvelles IMF (actives depuis moins de 5 ans) (Pytkowska, 2021). Globalement, le secteur de la microfinance

est donc assez jeune. Il est intéressant de constater que les organismes gouvernementaux sont les derniers à avoir rejoint ce secteur.

Passons à présent en revue les différentes tailles de ces institutions en Europe. On recense approximativement 11.000 personnes employées ou volontaires qui travaillent dans le secteur de la microfinance en Europe. Un peu plus d'un tiers des IMF emploient moins de 10 personnes, à savoir des employés ou des volontaires. Un autre tiers emploie de 10 à 50 personnes et le dernier tiers plus de 50 personnes dont près de 10% en emploie plus de 250 (Pytkowska, 2021).

En somme, nous pouvons retenir du marché de la microfinance en Europe qu'il y a deux grandes catégories d'acteurs à savoir les banques et les non-banques. La majorité des acteurs (88%) se présentent sous forme d'ONG, de NBFI ou de syndicats de crédits, respectivement à concurrence de 40%, 29% et 19% des acteurs. Les autres formes légales constituées des banques et des organismes gouvernementaux représentent les 12% restants. Par ailleurs, les IMF européennes sont majoritairement jeunes et emploient peu de personnel. 58% des institutions ont commencé leurs activités après l'an 2000 et près de 80% possèdent moins de 50 employés (Pytkowska, 2021). Les IMF sont donc principalement des petites (moins de 50 personnes) voire très petites entreprises (moins de 10 personnes).

Le jeune âge des IMF européennes et le peu de personnel qu'elles emploient peuvent s'avérer problématiques. De nombreuses IMF n'atteignent pas encore leur seuil de rentabilité. La majorité des IMF concernées sont des petites structures comme les ONG et les NBFI et sont majoritairement situées en Europe de l'Ouest (Pytkowska, 2021). Pour espérer atteindre leur seuil de rentabilité, il faut impérativement que ces IMF grandissent et atteignent une certaine taille qui leur permette de faire des économies d'échelles. Le problème est que peu d'investisseurs sont enclins à investir dans une activité qui n'atteint pas le seuil de rentabilité car c'est risqué. Ce qui est paradoxal c'est que pour espérer grandir les IMF ont besoin d'un soutien financier plus important, ce qui n'est pas le cas actuellement. Il faut donc chercher des investisseurs comme les institutionnels qui pourraient financer ces opérations de « *scaling-up* ».

### 1.2.2 Produits et services financiers de la microfinance

En ce qui concerne les différents produits et services proposés par les IMF en Europe, il existe deux catégories de services :

- 1) **les produits et services financiers** ;
- 2) **les services non financiers**.

Cependant, toutes les IMF ne proposent pas les deux types de produits et services. Approximativement 63% des IMF sont actives dans la partie financière et non-financière et les autres 37% se concentrent uniquement sur la partie financière. L'Europe de l'Ouest est aujourd'hui plus active dans les deux catégories avec près de 80% des institutions qui s'adonnent aux activités financières et non-financières contre un taux de 54% en Europe de l'Est (Pytkowska, 2021).

Ensuite, les produits et services financiers sont multiples. Les produits les plus importants par ordre de grandeur sont : les prêts aux microentreprises (79%), les prêts personnels (64%), les prêts dans le secteur agricole (46%) et les prêts aux PME (42%) (Pytkowska, 2021). Les pourcentages représentent les taux d'importance de ce produit dans l'activité totale des IMF. Il existe bien entendu une variété d'autres produits comme les prêts aux logements, le leasing ou les assurances mais ils sont beaucoup moins importants en termes de volume d'activité. Encore une fois, les différences géographiques sont bien présentes avec un taux plus important de prêts aux microentreprises à l'Ouest et un taux de prêt personnels et dans le secteur agricole nettement plus important à l'Est. Les divers services additionnels comme les comptes de dépôt ou les assurances sont principalement présents à l'Ouest et très peu utilisés à l'Est (Pytkowska, 2021).

Mais qu'en est-il de la situation au niveau des services non-financiers ? Les services non-financiers les plus communs sont ceux de l'aide au développement envers les entreprises existantes avec 44% des IMF qui mettent ce service à disposition de leurs clients (Pytkowska, 2021). Le type de services non-financiers fournis dépend fortement du type d'institutions dont il est question. Les banques et coopératives de crédits se concentrent sur les services de développement des clients, les NBFI et les ONG sur les services de développement des entreprises. Il existe également des services de développement d'entrepreneurs qui sont majoritairement fournis par les ONG. De plus, il est assez évident que le type de services non-financiers accordés aux clients dépend du type de prêts qu'ils ont pu recevoir. Dans le cas d'un prêt personnel par exemple on remarque que les clients bénéficieront d'un service de développement. Étant donné la nature de ces services non-financiers, on les retrouve plus souvent à l'Ouest de l'Europe (Pytkowska, 2021).

D'autres services sont souvent mis en place dans les IMF afin d'apporter du soutien aux entreprises ou aux entrepreneurs. 90% des IMF déclarent pratiquer un service d'assistance personnel et 42% font également des séances de support en groupe (Pytkowska, 2021). On recense également divers services d'aide mis en place en ligne ou par téléphone.

Ces services extra-financiers sont très importants pour aider les bénéficiaires à réaliser leurs objectifs et pour qu'ils puissent rembourser leurs emprunts. Seulement, ces services nécessitent du personnel qualifié et beaucoup de temps, ce qui signifie qu'ils sont aussi très coûteux et pèsent sur l'équilibre financier des IMF.

### 1.2.3 Le marché de la microfinance en Europe

Comme mentionné précédemment (cf. supra p.6), le marché européen de la microfinance est en pleine phase de croissance ces deux dernières décennies. Nous avons constaté que les IMF sont globalement jeunes et que le soutien important d'institutions européennes est arrivé à la fin des années 2000. La microfinance a également pris de l'ampleur à l'échelle mondiale grâce au succès et à la reconnaissance du travail de Muhammad Yunus. Regardons de plus près comment se décline le marché européen actuel et comment celui-ci a évolué au cours des dernières années. Nous allons aussi chercher à comprendre dans quelle mesure il s'agit d'un marché prometteur ou non.

Selon une étude menée par le Réseau Européen de Microfinance, la valeur totale du portefeuille brut de microcrédits a atteint 3,7 milliards d'EUR fin 2019. Ces montants sont concentrés chez un type d'acteurs, à savoir les banques. Sur ce portefeuille, les banques détenaient la plus grande partie avec 56% du total, soit 2,1 milliards d'EUR. Ensuite, les NBFI et les ONG détenaient 37% de ce portefeuille. Enfin, les 7% restants provenaient des coopératives de crédits et des organisations gouvernementales (EMN-MFC, 2020).

La majorité du portefeuille de microcrédits se trouve en Europe de l'Ouest car c'est là que les banques sont le plus présentes. A l'Est, on y retrouve plus de NBFI et de coopératives de crédits. Il y a donc plus d'acteurs mais ils sont moins importants en termes de volume de microcrédits (EMN-MFC, 2020).

Quant au volume d'emprunteurs, on en recensait 1,26 millions en 2019. A l'Ouest, 90% des clients ont emprunté auprès des trois plus gros acteurs bancaires. A l'Est, ce chiffre tombe à 24%. On a donc une réelle concentration de l'activité dans les mains des gros acteurs bancaires à l'Ouest. A l'Est, le marché est plus fragmenté (EMN-MFC, 2020).

En ce qui concerne les tendances d'évolution du marché, on constate qu'entre 2012 et 2019, le portefeuille de microcrédits a cru de 89% alors que le nombre d'emprunteurs a lui augmenté de 52%. Cela signifie qu'il y a d'une part, plus de demandeurs de microcrédits, mais qu'en plus de cela, le montant moyen des microcrédits augmente aussi (EMN-MFC, 2020).

Les taux d'intérêt pratiqués par les IMF peuvent fortement varier. Les banques pratiquent les taux d'intérêt les plus faibles (3,6%) et les NBFI pratiquent quant à elles les taux les plus élevés (16,9%). Les raisons derrières ces taux peuvent être le montant du prêt ou le risque lié à celui-ci mais également la situation de l'IMF. Si celle-ci doit se financer à des taux d'intérêt élevés, cela se répercute sur les bénéficiaires finaux. Sans surprise, on constate que les taux d'intérêt pratiqués à l'Ouest sont beaucoup plus faibles que ceux à l'Est. En effet, toutes institutions confondues, nous avons un taux d'intérêt qui est en moyenne deux fois supérieur à celui de l'Est (EMN-MFC, 2020).

Malgré ces taux d'intérêt qui peuvent paraître importants, il ne faut pas sous-estimer les coûts liés à la gestion d'une IMF. Le marché de la microfinance en Europe est très diversifié et les taux d'intérêt ou coûts liés à la gestion des institutions varient fortement en fonction du type d'IMF, de leur localisation, de leur taille ou encore de leur âge. Sur l'ensemble du territoire européen, le rendement du portefeuille est estimé à 16%. Les coûts moyens sont eux estimés à 15% du portefeuille et il faut également prendre en compte le risque de défaut qui se traduit par des provisions s'élevant à 2%. Ces chiffres sont des moyennes mais en réalité le marché est très fragmenté. Les banques ont tendance à demander des taux d'intérêt plus faibles. Cela s'explique par le fait qu'elles reviennent moins cher car elles ont de plus grosses structures capables de mieux gérer les opérations de microcrédits, peuvent bénéficier d'économies d'échelles et disposent de plus de personnel. A contrario, les plus petites IMF comme les ONG et les NBFI exigent des taux d'intérêt supérieurs mais sont nettement moins rentables. Une forte différence est aussi à noter entre les pays de l'Est et de l'Ouest. Pour un coût d'exploitation similaire, le rendement obtenu à l'Est est plus de deux fois supérieur à celui obtenu à l'Ouest (EMN-MFC, 2020).

Dans l'ensemble, près de 80% des IMF ont déclaré avoir des revenus positifs en 2019 contre une vingtaine de pourcents qui ont déclaré être en perte. Les trois-quarts des IMF déclarent être capables de subvenir à leurs coûts d'exploitation (EMN-MFC, 2020).

Comme nous l'avons constaté, pour gérer une IMF, il est indispensable d'avoir du financement et que celui-ci soit le plus stable possible. Le marché de la microfinance étant en pleine expansion avec une demande grandissante et des montants demandés plus importants, le besoin en financement des IMF augmente également. Cependant, l'accès au financement, ou du moins l'accès à du financement à des taux réalistes, n'est pas toujours chose facile. De ce fait, on constate un écart de financement. Dans l'étude la plus récente menée par l'EMN, les IMF interrogées ont déclaré avoir besoin de 839 millions d'EUR pour réaliser leurs objectifs des deux prochaines années. Les montants nécessaires varient évidemment en fonction de la taille des IMF allant de 10.000 d'EUR à 130 millions d'EUR. La grande majorité des répondants cherchent à financer leurs activités via de la dette. A l'Ouest, certaines IMF sont fortement dépendantes de subsides contrairement à l'Est où cette situation est rare (EMN-MFC, 2020).

Les raisons de la difficulté d'accès au financement sont multiples. Premièrement, nous avons le manque de fonds disponibles, tant pour financer la croissance des institutions que pour financer leurs coûts opérationnels. Ensuite vient le manque de garanties disponibles pour couvrir les risques et enfin le coût trop élevé du financement qui ne permet pas d'assurer la viabilité de l'IMF (EMN-MFC, 2020). Seulement une IMF sur cinq reconnaît n'avoir aucun souci à se financer. Parmi celles-ci, on retrouve principalement les banques qui accèdent

relativement facilement à du financement et ne rencontrent donc pas de difficultés particulières pour se financer (EMN-MFC, 2020).

## 1.3 Identification et définition des acteurs de l'entrepreneuriat social

### 1.3.1 Définition de l'entrepreneuriat social

Il n'existe pas de définition officielle sur laquelle la communauté scientifique concernée s'est mise d'accord. La « *European Venture Philanthropy Association* » (EVPA) définit l'entrepreneuriat social comme une organisation qui met l'accent sur l'impact sociétal de son activité en appliquant des solutions basées sur le marché pour aborder, de manière innovante, les défaillances du secteur public et du marché dans son ensemble (Maretich & Bolton, 2010). L'impact sociétal d'une activité renvoie aux conséquences ou externalités observées sur le court ou long terme qui améliorent une situation de problème de société (Stievenart & Pache, 2014). Il s'agit des changements qui ont été provoqués par l'existence de l'activité et pour pouvoir mesurer cet impact il faut pouvoir démontrer un lien de causalité. D'une certaine manière, cela signifie que les entreprises sociales se servent du marché classique pour subvenir aux défaillances de celui-ci et des acteurs publics (Maretich & Bolton, 2010).

Ne pas avoir de définition officielle peut s'avérer un problème pour supporter les entrepreneurs sociaux et pour partager les connaissances entre acteurs du secteur. Cette absence de consensus autour d'une définition a mené à la prolifération de multiples définitions qui cherchent à exprimer la même idée. L'EVPA a trouvé une manière de contourner ce manque de définition unique en définissant six caractéristiques propres à l'entrepreneuriat social (Maretich & Bolton, 2010). Les entreprises sociales :

1. appliquent des solutions entrepreneuriales pour résoudre des problèmes de sociétés ;
2. évoluent en parallèle d'associations caritatives, souvent dans le but de les soutenir via des échanges commerciaux ;
3. ont des échanges commerciaux importants avec le secteur public ;
4. sont des acteurs privés avec une vocation d'impact sociétal ;
5. font partie d'un programme plus large de bénéfices sociaux ;
6. possèdent une structure légale reconnue comme étant une entreprise sociale dans leur pays respectif.

Une autre vision de ce qu'est une entreprise sociale a été formulée par la Commission européenne. Voici les caractéristiques propres aux entreprises qui répondent aux critères formulés par la Commission (European Commission, s.d) :

- les entreprises pour lesquelles l'objectif d'impact sociétal est à l'origine de leur activité commerciale ;
- les entreprises qui réinvestissent majoritairement leurs bénéfices afin d'atteindre leurs objectifs sociétaux ;
- les entreprises dont l'organisation des activités ou la gouvernance reflète les objectifs sociétaux.

Voici donc la définition de référence utilisée par la Commission européenne à ce jour :

*“Social enterprises : A social enterprise is an operator in the social economy whose main objective is to have a social impact rather than make a profit for their owners or shareholders. It operates by providing goods and services for the market in an entrepreneurial and innovative fashion and uses its profits primarily to achieve social objectives. It is managed in an open and responsible manner and, in particular, involves employees, consumers and stakeholders affected by its commercial activities.”* (European Commission, s.d)

Pour sa part, Venturesome qui est un fonds d'investissement social, a proposé une manière de présenter les différentes sortes d'entreprises sociales. Selon eux, il existe trois modèles ayant chacun une relation différente entre profits et impact (Charities Aid Foundation, 2008) :

- **Modèle 1 :** l'entreprise se lance dans une activité qui n'a pas d'impact sociétal en elle-même et cherche à générer du revenu pour ensuite utiliser une partie ou l'entièreté de ces revenus pour financer une activité qui a un impact sociétal. Un exemple type de ce genre de business modèle est celui de FFG. D'une part, FFG crée et distribue des fonds d'Investissement Socialement Responsable (ISR). Il s'agit d'une activité commerciale qui a pour but de générer du profit. D'autre part, FFG a créé une ASBL qui se nomme FFG Impact qui a pour objectif d'octroyer des prêts d'honneur (ou prêts 0%) à des personnes en situation de précarité afin que celles-ci puissent avoir accès à du microcrédit et lancer leur propre activité. Pour financer l'ASBL, FFG reverse 50% de ses bénéfices ou un minimum de 10% de ses revenus (Funds For Good, s.d).
- **Modèle 2 :** l'entreprise se lance dans une activité commerciale qui a un impact sociétal direct tout en produisant un retour financier. Il s'agit donc d'un compromis entre impact et retour financier. Pour accroître l'un il faut nécessairement diminuer l'autre. Un exemple d'entreprise de modèle 2 sont les institutions de microfinance. En effet, si elles souhaitent augmenter leur impact en octroyant plus de prêts et/ou des prêts de plus petites tailles ou encore en baissant leurs taux d'intérêt, l'entreprise perdra en rentabilité. L'inverse est également vrai : si une IMF augmente ses taux d'intérêt ou rend l'accès aux produits de microfinance plus difficile, elle aura moins d'impact positif.

- **Modèle 3 :** l'entreprise se lance dans une activité commerciale qui a un impact sociétal direct tout en produisant un retour financier. Impact et rendement sont corrélés et évoluent dans le même sens. Un exemple de ce modèle est un parc éolien. Afin de déterminer si nous sommes bien dans le cadre d'une entreprise appartenant au modèle 3, il faut se poser la question suivante : peut-on augmenter l'impact en diminuant les retours financiers ? Si la réponse est non nous sommes dans le modèle 3 et si la réponse est oui, nous sommes dans le modèle 2 (Charities Aid Foundation, 2008).

Ce qui est réellement intéressant avec les entreprises sociales c'est qu'elles repoussent les frontières classiques établies depuis des générations. En effet, on a tendance à catégoriser une entreprise comme étant soit en quête de profits, soit comme étant une ASBL. On a peut-être tendance à classifier les entreprises sociales comme appartenant à l'une ou l'autre. Pourtant, elles sont une sorte hybride. Elles ne s'apparentent pas à des entreprises traditionnelles mais ne prétendent pas toujours être des associations sans but lucratif. Vu leur singularité, ces entreprises évoluent dans des contextes particuliers et ont bien souvent des arrangements de financement à part. Leurs interactions avec toutes leurs parties prenantes sont également impactées (Maretich & Bolton, 2010).

Cependant, tout le monde ne s'accorde pas sur ces définitions de l'entrepreneuriat social. Pour certains, l'entrepreneuriat social se résume nécessairement à des entreprises à but non lucratif tirant profit des forces du marché pour arriver à leur objectif visant à résoudre des problèmes sociaux et non la quête de profits (Janssen, Bacq, & Brouard, 2012).

Un autre argument avancé consiste à considérer que l'entrepreneuriat en général a une certaine vocation sociale puisqu'il permet de créer de l'emploi. Toutes les formes d'entrepreneuriat pourraient alors être considérées comme étant sociales (Janssen, Bacq, & Brouard, 2012). Les auteurs soulignent tout de même que la simple création d'emploi est à distinguer de la notion d'entrepreneuriat social. A titre de contre-exemple, ils font référence au fait que toute activité à but non lucratif n'est pas nécessairement entrepreneuriale (Janssen, Bacq, & Brouard, 2012).

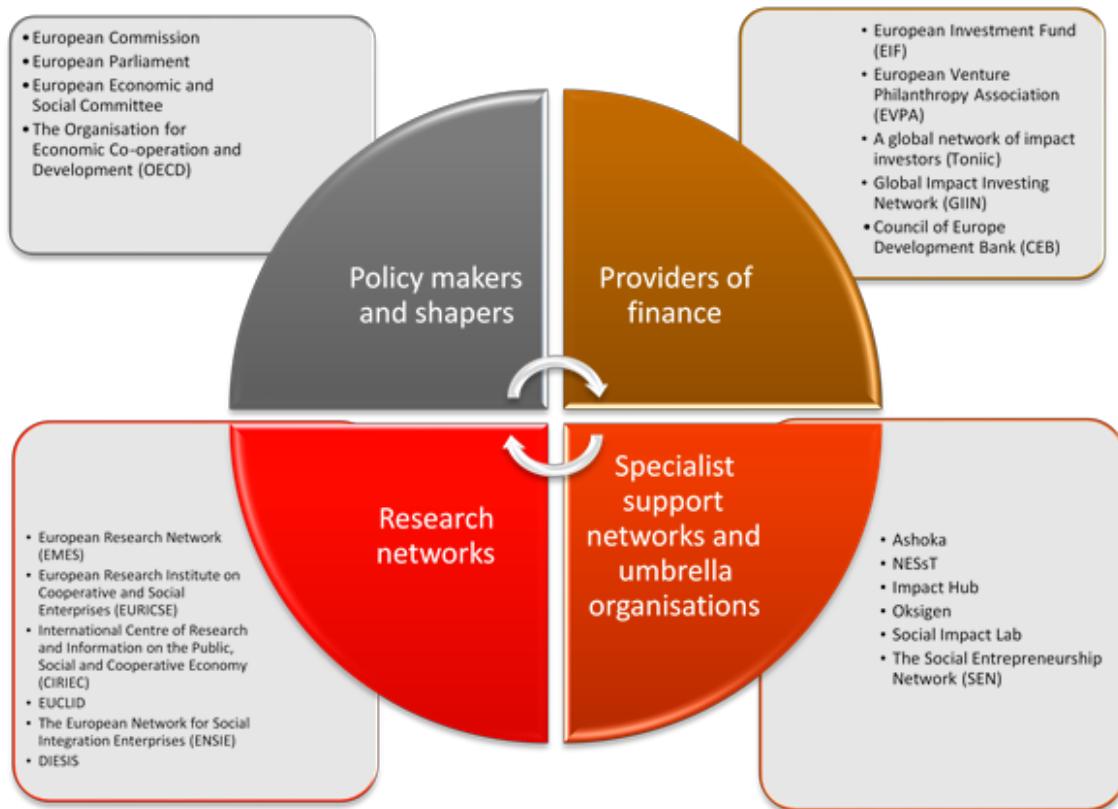
### 1.3.2 Les acteurs de l'entrepreneuriat social en Europe

Dans le contexte de ce mémoire, nous allons nous pencher sur les financeurs de l'entrepreneuriat social en Europe. Il s'agit d'un concept intéressant, pertinent dans le contexte actuel, qui suscite l'intérêt tant des acteurs publics que privés. Cependant, afin de permettre au secteur de se développer, il faut d'abord que celui-ci ait suffisamment de moyens financiers à sa disposition. Qui sont donc les acteurs actifs dans ce type de financement à l'heure actuelle en Europe ?

Parmi ces acteurs on retrouve : des **banques éthiques** comme Triodos, les **plateformes de crowdfunding d'impact** comme Lita.co, des **petits fonds d'investissement à impact** ou de philanthropie, des **organisations d'États ou européennes** et des **banques de développement**. Certaines banques classiques ont également commencé à financer ce secteur. Dans l'ensemble, les sources de financement pour l'entrepreneuriat social sont nombreuses et diversifiées avec des sources publiques, commerciales et non-commerciales. Toutes les contributions ne sont d'ailleurs pas nécessairement financières. Le constat est néanmoins que la majorité du financement provient du secteur public (Achleitner, Andreas, Abigail, Mirjam, & Wolfgang, 2011).

Sur le schéma suivant, extrait du rapport de la Commission européenne sur les entreprises sociales et leur écosystème en Europe, nous voyons clairement les différents domaines dans lesquels l'Europe tente d'apporter son aide au développement de l'entrepreneuriat social.

*Figure 2 : Écosystème des entreprises sociales*



Source : European Commission. (2015). *A map of social enterprises and their eco-systems in Europe*. Directorate-General for Employment. Luxembourg: European Union. doi: 10.2767/458972

En matière de financement, les instances européennes jouent un rôle important. Certains acteurs comme le Fonds Européen d'Investissement (FEI) jouent un rôle direct dans le financement à travers des programmes comme EaSI alors que d'autres comme l'EVPA ou le GIIN sont des réseaux internationaux qui mettent en relation les acteurs de l'entrepreneuriat social en facilitant de la sorte la recherche de financement (European Commission, 2015).

## 1.4 Identification et définition des investisseurs institutionnels

La notion d'investisseur institutionnel regroupe en réalité une multitude d'acteurs différents. Une des seules caractéristiques communes à tous est qu'il ne s'agit pas d'investisseurs personnes physiques. Dans la grande majorité des cas, il s'agit d'intermédiaires financiers disposant de fonds plus ou moins importants pour investir dans des entreprises ou pour acheter des titres cotés en bourse sur les marchés secondaires (Çeliki & Isaksson, 2013). Ce n'est cependant pas toujours le cas comme avec les fonds souverains par exemple.

Néanmoins, dans la plupart des cas, les fonds détenus par ces acteurs appartiennent en réalité à des particuliers et des bénéficiaires finaux. Ils agissent dans l'intérêt d'une multitude de personnes qu'ils représentent. C'est ce qu'on appelle la « responsabilité fiduciaire ». Ces acteurs peuvent être des **banques**, des **compagnies d'assurance**, des **caisses de retraites**, des **sociétés d'investissement** ou encore des **organismes de placement en valeurs mobilières**. (IBENRISSOUL, 2013). Cependant, au vu du nombre important d'acteurs qui se retrouvent sous le terme d'investisseurs institutionnels, il est difficile de trouver une définition capable de faire l'unanimité au sein de la communauté scientifique. Ces acteurs exercent des activités différentes mais voici ce que nous retiendrons comme élément central de la définition dans le cadre de ce travail : le professionnalisme de l'investissement et le fait que les fonds de ces acteurs appartiennent à une multitude de tiers. Afin de respecter ces critères, voici la définition retenue pour ce mémoire :

***Investisseurs institutionnels*** : « *institution financière qui agrège des fonds pour les réinvestir au profit de tiers mais en leur propre nom, dans des produits financiers divers qui administrent ces fonds de manière professionnelle.* » ( (Xenia Karametaxas, 2019, p. 81)

Cette définition n'est cependant pas complète et n'est pas reconnue de manière unanime par la communauté scientifique. Des acteurs comme les fondations ou les fonds souverains peuvent également être considérés comme des investisseurs institutionnels (Çeliki & Isaksson, 2013).

Il est également important de préciser que, dans le cadre de ce mémoire, nous considérerons que les *family offices* appartiennent à la classe des investisseurs institutionnels. Bien qu'ils ne répondent pas à la définition d'investisseurs institutionnels puisqu'ils n'investissent pas pour des tiers en leur propre nom, ils disposent d'un rôle de conseil auprès de familles fortunées et ont une certaine influence sur leurs décisions d'investissement. Une partie de leur métier consiste à présenter des solutions d'investissement à leurs clients.

En 2005, les Nations Unies ont publié les « *Principles for Responsible Investing* » (PRI). La notion d'investissement responsable fait souvent référence aux fonds proposés à des acteurs institutionnels. L'investissement responsable s'est progressivement installé et est

actuellement incontournable. Les investisseurs institutionnels sont des cibles de choix grâce à leur horizon de placement souvent long terme. Ces investissements long terme sont, de manière générale, couplés avec un besoin de sécurité afin d'assurer leur responsabilité fiduciaire vis-à-vis de leurs clients. C'est exactement dans ce contexte qu'est apparu l'investissement socialement responsable qui vise à limiter le risque systémique. Les dégâts importants provoqués par les entreprises et projets non responsables constituent une menace à la pérennité des portefeuilles des institutionnels (DEBORDE, MINCZELES, & SICARD, 2006).

Cet engouement pour les investissements responsables est intéressant et la question dans le cadre de ce mémoire est de chercher à comprendre comment il pourrait être appliqué à un fonds à impact. La différence entre un fonds à impact et un fonds ISR c'est le rendement. Dans le cas des fonds ISR, il n'y a pas ou très peu de différence de rendement avec les fonds traditionnels (DEBORDE, MINCZELES, & SICARD, 2006). Les fonds à impact vont quant à eux plus loin en privilégiant l'impact du fonds au rendement de celui-ci. Il existe actuellement très peu de littérature sur le sujet de l'investissement à impact réalisé par des acteurs institutionnels.

Il existe bien évidemment des investisseurs institutionnels qu'on peut qualifier de publics, comme les fonds souverains, et qui ont pour raison d'être de financer l'intérêt général ou le développement de la population. Citons, à titre d'exemple, la Caisse des Dépôts et Consignations (CDC) en France. Ce sont des investisseurs institutionnels essentiels et non négligeables au développement de la finance à impact mais ce ne sont pas les seuls acteurs présents sur le marché. Ce ne sont pas non plus les plus difficiles à convaincre, d'où la question de recherche de ce travail qui consiste à comprendre comment les impliquer dans l'investissement à impact.

Finalement, il est tout de même intéressant d'examiner comment fonctionnent les investisseurs institutionnels. En ce qui concerne la durée d'investissement et de manière générale, il existe deux sortes d'investisseurs institutionnels : d'un côté, nous avons les investisseurs à long terme et, de l'autre côté, les investisseurs à court terme. Les investisseurs à long terme prennent des positions pour une durée de 10-15 ans. Ils prennent des positions au sein d'entreprises ou de fonds dans lesquels ils voient un potentiel de développement. On remarque alors un niveau de participation important de la part de ces investisseurs (Bughin, Finet, & Monaco, 2011). A l'opposé, les investisseurs à court terme cherchent à réaliser une plus-value rapidement et sont dans une optique plus spéculative. On leur reproche souvent de ne pas contribuer à la croissance et à l'innovation (Bughin, Finet, & Monaco, 2011).

Selon Croce, Stewart et Yermo, les investisseurs institutionnels ont apporté de grands changements dans le monde financier et son fonctionnement. Selon eux, ces investisseurs ont un horizon d'investissement long de par la nature de leur engagement auprès de leurs

clients. Pourtant, malgré cette image long terme qu'on peut avoir des investisseurs institutionnels, ils sont souvent critiqués pour leur vision à court terme. L'origine de cette critique provient d'une tendance à délaisser les investissements long terme et peu liquides pour investir auprès des « *hedge fund* » ou autres « *traders* » à court terme. Un autre problème qui découle de cette délégation de la gestion à des acteurs court terme est qu'ils ont tendance à tous se diriger vers les mêmes valeurs entraînant ainsi des bulles spéculatives. Néanmoins, ces comportements ont suscité bon nombre de réactions incitant les investisseurs institutionnels à adopter une approche plus participative et prendre des positions sur du plus long terme. L'idée étant de mettre du « *capital patient* » à disposition des entreprises pour leur laisser le temps de grandir correctement et plus durablement (Croce, Stewart, & Yermo, 2011). Par conséquent, nous sommes à présent dans une phase d'évolution du comportement des investisseurs institutionnel qui se dirigent vers une gestion à plus long terme de leurs avoirs.

## 1.5 Contexte légal, social et économique

### 1.5.1 Contexte légal

Il n'existe pas de cadre réglementaire commun au niveau de la microfinance en Europe. Quelques États possèdent une législation spécifique pour encadrer l'activité de microcrédit comme la France, le Portugal ou encore le Monténégro. La majorité des États ne possèdent pas de cadre légal mais n'imposent pas le monopole des banques pour le crédit. D'autres pays ont des contraintes légales qui posent un réel problème au développement des institutions de microfinance. En Allemagne, en Serbie ou en Autriche, les IMF n'ont pas le droit d'octroyer de microcrédits sans collaborer avec une banque. Cette situation donne obligatoirement le monopole de l'activité aux banques (Ruesta & Benaglio, 2021). Une dernière contrainte à laquelle est confrontée la majorité des IMF européennes est l'interdiction de collecter de l'épargne auprès de leurs clients comme le font les banques traditionnelles dans leur rôle d'intermédiaire financier. Cette contrainte n'est pas anodine puisqu'elle prive les NBFI d'une source de financement peu chère et les oblige à trouver des alternatives souvent plus couteuses (Cozarenc, 2015).

Pour les raisons légales citées ci-dessus, les interactions entre les banques et les IMF se font en général de manière naturelle et récurrente en Europe. Les deux acteurs étant bien souvent complémentaires les uns aux autres. Banques et IMF ne financent pas les mêmes types d'acteurs dans la majorité des cas. Ensuite, compte tenu des contraintes légales imposées par les législateurs nationaux, les IMF doivent intégrer les banques dans leur business model et les banques doivent adapter leur offre suite à une demande et une influence grandissante de la microfinance européenne (Cozarenc, 2015).

En réaction au manque de cohésion légale entre les États européens, l'Union européenne a mis sur pieds un **Code de bonne conduite** qui sert de réglementation douce et non contraignante. En octobre 2019, 40 NBFI et banques adhéraient à ce Code. Bien qu'il ne soit pas obligatoire, il est nécessaire pour les IMF d'y adhérer si elles souhaitent recevoir des aides de l'Europe en matière de financement de la microfinance (Commission Européenne, 2020).

Depuis 2010, l'Union européenne a mis en place divers programmes de financement dans le but de développer la microfinance et l'entrepreneuriat social. Sur la période entre 2014 et 2020, le budget mobilisé était de 800 millions d'EUR. Bien entendu, le soutien européen continue après 2020 et sera même renforcé avec des programmes de relance de l'activité économique après crise (Commission Européenne, 2020).

L'objectif du Code de bonne conduite est d'encadrer l'activité de la microfinance en Europe pour assurer sa pérennité en matière de financement et de durabilité (Commission Européenne, 2020). Il n'est cependant pas obligatoire pour les IMF d'y adhérer, il n'a pas de valeur légale à proprement parler. Sans rentrer dans les détails spécifiques de ce Code de bonne conduite, voici les principales composantes abordées : les relations avec les clients et les investisseurs, la gouvernance, la gestion des risques, les normes en matière de rapport et les systèmes d'information de gestion (Commission Européenne, 2020).

En ce qui concerne les entreprises sociales, en Europe il n'existe pas non plus de cadre légal encadrant ce type d'activité. Les entreprises ont le choix entre toutes les formes légales existantes. Le manque d'encadrement légal propre à cette forme d'entreprises est un frein à leur développement. Néanmoins, une forme légale ne se substitue pas à une définition mais peut tout de même proposer un cadre structurant les entreprises. Il est en effet difficile de bien cerner et d'aborder ce qui n'est pas défini.

Les entreprises sociales peuvent donc se décliner sous différentes formes. Il n'existe pas un type d'entreprise sociale particulier mais plutôt un spectre. Sur le schéma ci-dessous on retrouve les différentes formes d'entreprises sociales comprises entre les ASBL et les entreprises commerciales.

Figure 3 : les différentes formes d'entreprises sociales



Source: Maretich, M., & Bolton, m. (2010, 09 04). *Social enterprise - From definition to developments in practice*. Récupéré le 05 10, 2021 de <https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/social-enterprise-from-definition-to-developments-in-practice>

Sur les 29 États européens, seuls sept ont aujourd’hui des politiques de soutien au développement de l’entrepreneuriat social. Sept autres États ont déclaré être occupés à mettre en place des politiques spéciales et d’autres États comme l’Allemagne, les Pays-Bas et la Finlande ne jugent pas nécessaire de créer un cadre légal différent pour les entreprises sociales (Borzaga, et al., 2020).

Voici comment l’entrepreneuriat social est structuré dans les États qui ont déjà mis en place un cadre légal (European Commission, 2015) : reconnaissance des entreprises sociales comme étant un statut légal à part entière, mise en place d’incitants fiscaux et d’infrastructures de support ainsi que la création de moyens de financement spécifiques et la standardisation des mesures d’impact.

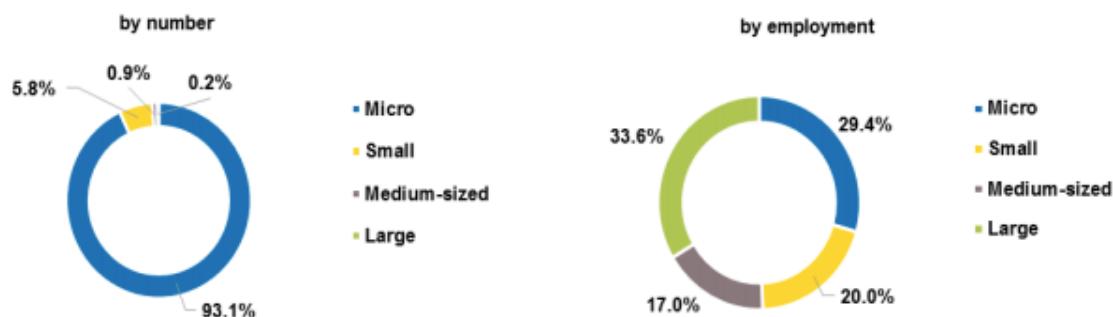
D’autres États Européen ont également déjà mis en place certaines mesures énoncées ci-dessus. Cependant, elles ne sont pas toujours assez larges ou se limitent à certaines sortes d’entreprises sociales qui visent à promouvoir l’emploi par exemple (European Commission, 2015).

### 1.5.2 Contexte économique

Sur le graphique ci-dessous, nous constatons que les microentreprises, au sens où nous les avons définies précédemment, représentent plus de 93% des entreprises en Europe et emploient près d’un tiers de la population (29,4%). Il ne s’agit donc pas d’une minorité négligeable en Europe mais bien d’un acteur clé nécessaire au bon fonctionnement de l’économie. Toutes ces microentreprises ne sont pas toutes des entreprises sociales mais nous recensons tout de même 2 millions d’entreprises sociales en Europe (European Commission, s.d.). Les autres microentreprises, malgré qu’elles ne soient pas à finalité sociale, restent tout de même des cibles de la microfinance. Elles ont un effet positif sur la pauvreté

et la précarité même si nous avons vu que les impacts de la microfinance étaient discutables (cf. supra p.7).

Figure 4 : Présence des microentreprises en Europe



Source : Muller, P., Mattes, A., Klitou, D., Lonkeu, O.-K., Ramada, P., Ruiz, F. A., . . . Steigertahl, L. (2018, 11). *Annual report on European SMEs 2017/2018: SMEs growing beyond borders*. Récupéré le 04 21, 2021 de <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/a435b6ed-e888-11e8-b690-01aa75ed71a1>

Voici un tableau construit sur la base des données tirées du rapport de la Commission européenne en 2018 reprenant les différences entre micros, petits et moyens acteurs en Europe.

Figure 5 : Définition des microentreprises

	# employés	Chiffre d'affaires	Total du bilan
<b>Microentreprises</b>	< 10	≤ EUR 2M	≤ EUR 2M
<b>Petites entreprises</b>	< 50	≤ EUR 10M	≤ EUR 10M
<b>Moyennes entreprises</b>	< 250	≤ EUR 50M	≤ EUR 43M

Source : reproduit et adapté de Muller, P., Mattes, A., Klitou, D., Lonkeu, O.-K., Ramada, P., Ruiz, F. A., . . . Steigertahl, L. (2018, 11). *Annual report on European SMEs 2017/2018: SMEs growing beyond borders*. Récupéré le 04 21, 2021 de <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/a435b6ed-e888-11e8-b690-01aa75ed71a1>

L'ensemble de ces PME forment un pan de l'économie européenne très important. Au niveau de l'emploi, les PME contribuent largement à la diminution du chômage. En 2017, elles employaient près des 2/3 de la population européenne (66,7%) (Muller, et al., 2018).

### Mais qu'en est-il de la situation économique européenne actuelle ?

Personne n'ignore que la situation économique européenne a connu un choc important suite à la crise sanitaire du COVID-19. Avant même l'annonce de la pandémie au début de l'année 2020, l'économie européenne était déjà fébrile et potentiellement en proie à une récession. En 2021, l'état général de l'économie européenne dépend de la situation et de l'évolution de la crise ainsi que de la sévérité des mesures prises par les gouvernements. Le début de la

vaccination intensive annonce des perspectives encourageantes de déconfinement et de retour à la normal permettant à l'économie de reprendre des forces. Cependant, la situation européenne en elle-même ne suffit pas à relancer l'économie mondiale. De nombreux pays d'Amérique latine ou encore l'Inde sont aujourd'hui dans des situations critiques qui font pression sur l'économie mondiale. Selon le rapport de la Commission européenne, les projections quant à la reprise sont plutôt bonnes (European Commission, 2021). Néanmoins, les microentreprises et les petites entreprises ne sont en général pas les mieux placées pour faire face à un choc intense et soudain. Beaucoup d'entre-elles ont été gravement touchées par la crise que nous connaissons. Selon la Banque Centrale Européenne, les chiffres d'affaires et bénéfices des PME ont fortement baissé. Les PME ont rapporté avoir réduit leurs investissements, leur inventaire ainsi que le nombre de leurs employés (European Central Bank, 2020).

Après la panique déclenchée par le premier confinement, on s'attendait à une montée plus importante du taux de chômage en Europe. Celui-ci a cru de seulement 0,9% en passant de 6,4% en mars 2020 à 7,3% en mars 2021. Cette hausse modérée comparée à l'ampleur de la crise est principalement due aux aides déployées par les États (European Commission, 2021)

Cependant, même si la crise du COVID-19 n'a pas eu un effet aussi catastrophique que prévu sur l'emploi, il est encore trop tôt pour dire que les conséquences de cette crise ne seront pas dramatiques.

### 1.5.3 Contexte Social

La pauvreté et le chômage restent tout de même des problèmes majeurs dans le développement de chaque pays. Beaucoup de facteurs entrent en jeu lorsqu'on aborde la thématique de la pauvreté comme l'économie ou l'éducation. Afin de sonder le nombre de personnes qui sont à risque d'être en situation de pauvreté ou de précarité, il existe un indicateur dénommé **l'indicateur de pauvreté et d'exclusion sociale**. Les derniers chiffres de cet indicateur remontent à 2019 : plus d'une personne sur cinq étaient à risque de pauvreté ou d'exclusion sociale en Europe (21,1%), soit 92,4 millions de personnes (Eurostat, 2020). Il est intéressant de préciser que cet indicateur ne reprend pas les personnes en situation de chômage en particulier mais bien les personnes qui :

- disposent d'un revenu net inférieur au seuil de pauvreté,
- sont en situation de privation matérielle et qui
- ont moins de 60 ans et vivent dans un foyer avec une faible intensité de travail (Eurostat, 2020).

La population européenne n'est pas égale face au risque de pauvreté et d'exclusion sociale. Globalement, les femmes sont plus touchées que les hommes, les jeunes (18-24 ans) sont

plus touchés que la tranche d'âge moyenne (25-49 ans), les personnes avec un niveau de formation faible sont également plus à risque ainsi que les personnes atteintes d'un handicap. Les personnes en situation de chômage ont 65,4% de chances de tomber en situation de pauvreté ou d'exclusion sociale contre 11,1% pour les personnes qui travaillent. Ce chiffre montre donc l'importance de mettre la population au travail car ce faisant on réduit sensiblement le risque de basculer dans une situation de précarité (Eurostat, 2020).

A notre époque, connue comme étant l'ère digitale, une condition presque indispensable pour pouvoir bénéficier d'un crédit est l'utilisation d'un compte bancaire digital. La Bulgarie, la Grèce, la Hongrie, la Lituanie ou encore la Roumanie sont des pays particulièrement vulnérables à la problématique de la non-digitalisation (World Bank, 2018).

Les populations de ces pays faiblement digitalisés sont donc plus à même d'être exclues du système bancaire. Ensuite, parmi les populations les plus à risque d'être confrontées à cette « non-digitalisation bancaire » on retrouve principalement la tranche des 18-25 ans où 24% d'entre eux ne possèdent pas de compte en banque, ce qui en fait la tranche d'âge la plus sévèrement touchée par cette problématique (World Bank, 2018).

De plus, de nouveaux instruments digitaux tels que les plateformes de crowdfunding ont commencé à faire leur apparition sur le marché depuis quelques années mais excluent systématiquement les microentreprises non digitalisées (World Bank, 2018).

Parmi les populations qui ont le plus besoin des instruments de microfinance, citons les jeunes et les États subissant une forte immigration. Le taux de chômage chez les jeunes est en effet important dans certaines parties de l'Europe avec plus de 20% des jeunes qui n'ont pas d'emploi régulier en Bulgarie, Grèce, Hongrie, Italie, Roumanie, Portugal et Espagne (Eurostat, 2020).

Certains États ont également été la cible d'afflux migratoires importants ces dernières années ce qui peut, dans certains cas, mettre une pression sur le taux de chômage et potentiellement pousser les populations à se lancer dans l'entrepreneuriat sous réserve qu'il existe des moyens de financement d'une activité (J.Koehler, Laczkó, C.Aghazarm, & J.Schad, 2010)

## 1.6 Identification des méthodes de financement actuelles

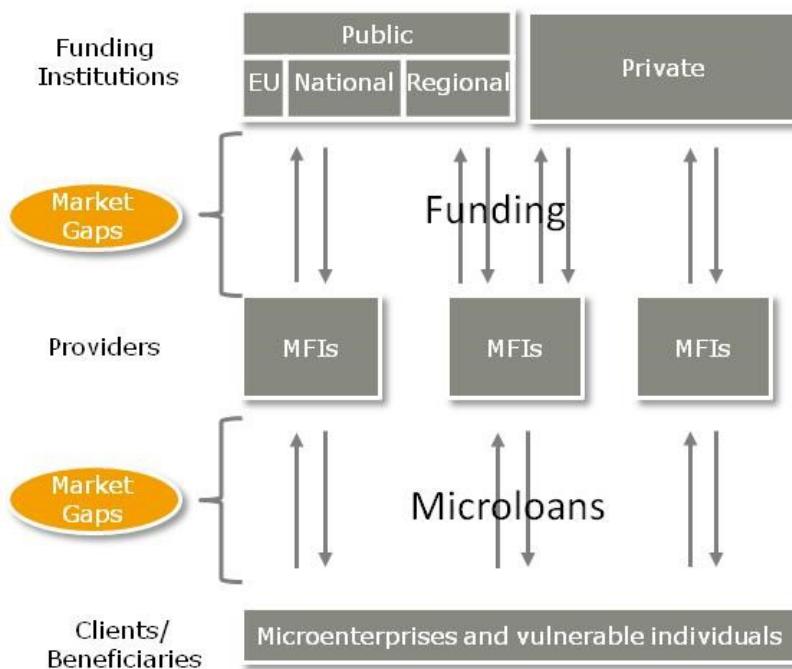
### 1.6.1 Financement de la microfinance

Les IMF agissent comme un intermédiaire entre les financeurs de microfinance et les consommateurs finaux. Elles vont donc transformer les fonds qu'elles ont à disposition en produits qui pourront être consommés par les micro-entrepreneurs. Ces fonds pourront

également servir à mettre en place les différents services non-financiers des IMF comme nous les avons définis précédemment (cf. supra p.15). Leur capacité à assurer leur rôle d'intermédiaire financier va déterminer si elles vont efficacement servir de canal de distribution entre financeurs et bénéficiaires ou si elles vont se transformer en goulot d'étranglement (Unterberg, 2017).

Le financement des microentreprises reste une préoccupation majeure malgré une amélioration significative de la situation dans les cinq dernières années. Une étude sur le financement des PME en Europe en cette période de crise sanitaire donne une exemple de cette amélioration. La préoccupation principale des petits acteurs n'était pas l'accès au financement mais bien le manque de clientèle et de personnel qualifié. Cependant, il s'agit d'une tendance à l'échelle européenne et la situation varie fortement entre les différents États. Pour la Grèce et l'Italie par exemple, le manque d'accès à du financement restait un problème majeur (European Central Bank, 2020).

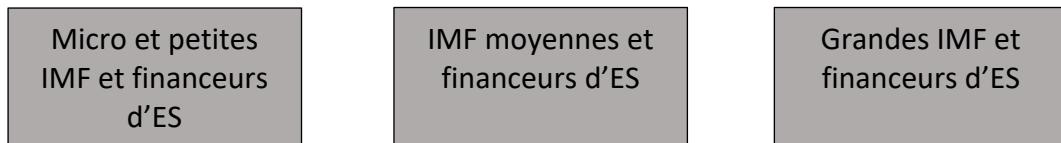
*Figure 6 : financement des microentreprises*



Source : Unterberg, M. (2017, 12). *Assessing the European market potential of business microcredit and the associated funding needs of non-bank MFIs*. EMN-MFC. Récupéré le 06 2021, de [https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/Market%20analysis%20report\\_final\\_0.pdf](https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/Market%20analysis%20report_final_0.pdf)

Le schéma ci-dessus illustre les différentes origines des fonds mis à disposition des institutions de microfinance. On constate sans surprise qu'il y a une partie de financement public provenant de l'Union européenne, des États ou des régions et qu'il y a également une part de financement privé. Ce que nous ne voyons pas sur ce graphique, ce sont les tailles des différentes IMF reprises. Nous devrions retrouver ceci à la place des trois étiquettes IMF (EMN, 2019) :

Figure 7 : Définition des financeurs de microentreprises



Source : Reproduit et adapté de EMN. (2019). *ImpaktEU - Unlocking funding for small MFIs and social enterprise finance providers in Europe*. EMN. Récupéré de <https://www.european-microfinance.org/publication/impakteu-unlocking-funding-small-mfis-and-social-enterprise-finance-providers-europe>

Cette distinction a son importance car on remarque alors que seules les plus grandes IMF parviennent aujourd’hui à accéder à des fonds privés. Les plus petites quant à elles n’ont accès qu’à du financement public. Or, le seul financement public ne permet pas aux IMF de se développer et d’atteindre leur seuil de rentabilité. Nous avons constaté préalablement que toutes les formes d’IMF existantes s’occupaient de différents types de bénéficiaires. Ce sont souvent les plus petites IMF qui vont apporter un soutien très local aux personnes les plus pauvres. C’est pour cela qu’il est essentiel de trouver une manière d’impliquer des acteurs comme les investisseurs institutionnels par exemple.

Nous avons également ajouté sur ces étiquettes les moyens de financement des financeurs d’entreprises sociales. Pour rappel, les financeurs d’entreprises sociales sont les banques éthiques, les plateformes de crowdfunding ou encore les petits fonds d’investissement à impact. Ces financeurs d’entreprises sociales ont accès à du financement tant privé que public de par la nature des bénéficiaires qu’elles financent.

Ce qu’on constate aussi sur ce schéma ce sont les différents lieux de défaillance du marché. En commençant par en bas, on remarque une demande inexploitée en termes de microcrédits. La demande qui émane du marché est supérieure à la capacité des acteurs de la microfinance. Ce premier écart du marché est dû à un second qui est la défaillance du marché à fournir des capitaux publics et privés aux IMF et financeurs d’entreprises sociales.

Comme toutes entreprises, les IMF passent par différentes étapes de croissance leur permettant d’accéder graduellement à différentes formes de financement. Dans un premier temps, lors de la phase de lancement, la plupart des IMF sont présentées comme des ONG avec une vision sociale forte. Elles se financent alors principalement via des donations philanthropiques ou des prêts à taux très avantageux. Lorsque l’IMF atteint une certaine taille et arrive à un stade de développement plus avancé, elle peut commencer à se financer par de la dette privée. La dette privée est un outil de financement très intéressant puisqu’il permet à de petites entreprises d’emprunter des capitaux privés tout comme une grande entreprise le ferait au travers d’émissions obligataires (investbook, 2017). Une fois l’IMF mature, le financement par fonds propres devient en général possible. C’est une étape importante car au lieu de se financer via des outils de dette, l’IMF peut se financer par des

apports en capitaux propres. Le financement par fonds propres devient souvent possible lorsque l'entreprise est perçue comme étant rentable.

En somme, les IMF sont financées par des acteurs publics et privés. Les acteurs publics sont indispensables. Les institutions les plus connues sont le FEI et la Banque Européenne d'Investissement (BEI) au niveau européen mais d'autres acteurs existent aussi à l'échelle nationale et régionale.

En ce qui concerne les acteurs privés, le financement d'IMF fait généralement partie de leur politique ISR dans le cas où ils en possèdent une. Ces pratiques sont souvent effectuées avec le soutien d'acteurs publics (Unterberg, 2017).

Le tableau ci-dessous, extrait du travail de Unterberg, reprend les différents stades du développement des IMF et les possibilités de financement accessibles à ces différents stades. Il s'agit uniquement des IMF non banques car les banques peuvent s'autofinancer et n'ont pas besoin de financement extérieur.

*Figure 8 : Sources de financement en fonction du stade de développement*

<b>Funding Needs</b>	<b>Sources of funding</b>	<b>Types of funding offers</b>
Start-up costs/ institutional development	Private: Donors Public: National/regional governments,	Donations Grants, subsidies for TA
Long term investment / patient capital	Private: Social investors, Commercial banks	Equity and quasi-equity investments
	Private/Public: International Micro-finance Investment Vehicles	Equity and quasi-equity investments
	Public: Revolving funds at European/National/ Regional level, set up by public actors	Equity and quasi-equity investments, interest free loans

Refinancing loan capital	Private: Commercial banks, Private Investment Funds	Senior loans
	Private/Public: International Micro-finance Investment Vehicles	Senior loans, junior debt instruments
	Public: Revolving funds at European/National/Regional level, set up by public actors	Senior loans,
Operational costs of lending operations	Private/Public: International Micro-finance Investment Vehicles	Guarantees
	Public: European/National/Regional Guarantee schemes	Guarantees
Operational costs of non-financial services provided	Public: National/regional Structural funds programmes	Grants, Subsidies

Source : Unterberg, M. (2017, 12). *Assessing the European market potential of business microcredit and the associated funding needs of non-bank MFIs*. EMN-MFC. Récupéré le 06 2021, de [https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/Market%20analysis%20report\\_final\\_\\_0.pdf](https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/Market%20analysis%20report_final__0.pdf)

Sur ce tableau, nous voyons comment les IMF peuvent se financer en fonction de leurs différents besoins et stades de développement. Ce tableau fait également la distinction entre le financement public et privé. Initialement, lors de la phase de lancement et de démarrage, nous constatons que les options de financement sont assez limitées et relèvent principalement de l'ordre du don privé ou de subsides publics. Les subsides proviennent de la sphère nationale ou régionale, voire locale, mais les IMF sont souvent encore trop petites pour pouvoir bénéficier de subsides européens. A ce stade, l'IMF n'est pas rentable et prend souvent la forme d'une ONG (Unterberg, 2017).

Ensuite, une fois l'IMF en phase de croissance, elle aura besoin de capital à long terme pour croître davantage. On parle alors de capital à long terme ou de « *capital patient* ». Cette notion de *capital patient* fait référence à des capitaux investis pour lesquels le prêteur accepte de laisser passer une plus longue période avant de sortir de sa position. Cela donne le temps et l'opportunité au bénéficiaire de grandir ce qui laisse présager un retour sur investissement plus intéressant. Il s'agit d'une approche comparable aux investisseurs en capital-risque qui prennent des positions dans des petites entreprises qu'ils espèrent, à terme, voir fortement grandir (Lin & Wang, 2017). Cependant, à la différence des investisseurs en capital-risque, ceux qui souhaitent investir à long terme dans des institutions de microfinance ne s'attendent pas à un retour sur investissement très profitable. Il s'agit dès lors d'investissements qui comportent des risques sur une longue durée. Ce sont des investisseurs sociaux, des banques (éthiques) ou des acteurs de financement européen ou locaux qui accepteront d'investir à ce stade.

L'étape suivante est le refinancement de leur dette. Il s'agit d'un procédé par lequel une entreprise va restructurer ses obligations financières en remplaçant ou restructurant les dettes existantes. C'est une méthode importante puisqu'elle permet en général d'obtenir du financement à un taux plus intéressant. Les effets classiques du refinancement sont des taux mensuels plus faibles, de meilleures conditions d'emprunt, une diminution des risques ainsi qu'un accès à plus de cash pour les opérations en cours ou pour des investissements (Kenton, 2020). On constate ici une nouvelle classe d'acteurs privés parmi les financeurs : les fonds d'investissement privés. Les IMF sont alors perçues comme un réel investissement.

Une dernière méthode de financement mérite d'être mentionnée : les « *social impact bonds* ». C'est un moyen efficace pour le gouvernement de déléguer le financement d'initiatives sociales à des investisseurs privés. Voyons à présent comment ces obligations fonctionnent. Premièrement, une organisation prend la responsabilité d'émettre les obligations et vend les titres à des investisseurs privés. Le gouvernement payera l'émetteur à condition que les objectifs d'impact fixés préalablement sont remplis. Concrètement, le gouvernement réalise des économies en ne devant pas mettre en place ce qui sera réalisé par l'émetteur des obligations. Le gouvernement ne prend donc aucun risque et s'engage simplement à payer l'émetteur à terme une fois l'impact souhaité atteint. L'émetteur distribue ensuite les bénéfices aux détenteurs d'obligations. Il s'agit d'une méthode innovante pour faire intervenir des investisseurs privés (Liebman, 2011).

### 1.6.2 Financement de l'entrepreneuriat social

Auparavant, les dons philanthropiques étaient la source principale voire même unique de financement des entreprises sociales. Depuis que le secteur a commencé à prendre de l'ampleur, les financeurs ont commencé à se diversifier et à gagner en volume. Voici à présent les différents instruments de financement (Achleitner, Andreas, Abigail, Mirjam, & Wolfgang, 2011) :

- **Subsides/donations** : Souvent dans un but bien précis ne laissant pas beaucoup de flexibilité décisionnelle à l'entrepreneur
- **La dette** : La dette peut être à court ou long terme et nécessite des versements annuels d'intérêts ainsi que le remboursement intégral de la somme prêtée. L'avantage de ce type de financement est qu'on ne dilue pas le capital.
- **Capitaux propres** : On fait référence à du venture capital ou du patient capital. Les investisseurs décident de prendre des parts de l'entreprise et n'exigent donc pas de remboursement. Ils espèrent donc voir l'entreprise prospérer et la valeur de leurs parts augmenter pour ensuite sortir de l'entreprise lorsque celle-ci sera mature.
- **Capital mezzanine** : Combine dette et capitaux propres. Souvent, la dette peut-être convertie en capital dans ce type de financement. C'est une méthode assez flexible et intéressante.

- **Capital hybride** : Combinaison de capitaux propres, dette et subsides. Les subsides sont souvent utilisés pour faciliter le remboursement de la dette en ne payant pas d'intérêts pendant un certain temps ou uniquement lorsque l'entreprise dégage des bénéfices par exemple.

Tout comme pour la microfinance, l'entrepreneuriat social varie fortement entre les différents pays européens. En Pologne par exemple, les prêts aux entreprises sociales sont standardisés à un taux d'intérêt de 25% du taux de réescompte de la banque nationale de Pologne pour un montant maximum de 25.000 EUR et une durée de 60 mois. En France, les investissements peuvent prendre beaucoup plus de formes comme des apports en capitaux propres, des instruments en mezzanine, des revenus participatifs, des obligations ou encore des prêts allant de 100.000 EUR à 5 millions d'EUR. En Irlande par contre, les prêts varient entre 30,000 et 500,000 EUR avec un taux d'intérêt qui se situe entre 5 et 6% (European Commission, 2015). Ces exemples servent à illustrer la diversité du financement du secteur en Europe.

Les besoins en financement restent importants malgré une augmentation de l'offre. Cette augmentation n'est pas uniforme et est incomplète. Voici les problèmes principaux qui ressortent à ce sujet en Europe (European Commission, 2015) :

- le financement est dirigé vers les entreprises sociales les plus profitables et généralement dans une optique visant à les amener à un niveau de croissance supérieur. On remarque un manque de financement de croissance pour accompagner les jeunes entreprises en phase de croissance ;
- souvent, les produits de financement ne sont pas adaptés aux bénéficiaires et à leurs besoins ;
- il manque de *capital patient*. Comme indiqué précédemment (cf. supra p.33), le *capital patient* est utile en matière de financement des petites entreprises sociales car il est mis à disposition pour une longue période de temps laissant ainsi l'opportunité aux entreprises de se développer avant d'envisager une sortie. De plus, les entreprises sociales dépendent principalement de capitaux publics durant leurs premières années d'activité. Il est en effet compliqué pour elles d'accéder à des capitaux privés tant qu'elles ne sont pas pérennes ;
- le manque de régulations claires et uniformes en Europe.

## 1.7 Conclusion de la revue de littérature

Cette première partie reprend la revue de littérature et nous apprend plusieurs choses. Premièrement, nous avons vu que le climat économique, social et environnemental européen n'est pas idéal et qu'il faut prendre des mesures pour les améliorer. La microfinance et

l'entrepreneuriat social permettent de mettre la population au travail par la création d'entreprises. Les entreprises sociales ont un impact sociétal concret contrairement aux microentreprises financées par les IMF pour qui la recherche d'impact ne fait pas encore souvent partie des objectifs. La microfinance permet néanmoins de diminuer la pauvreté et les inégalités même si selon certains chercheurs cela n'est pas toujours le cas.

Ensuite, nous avons vu que ce sont souvent les petites IMF ou financeurs d'entrepreneuriat social qui peinent à accéder à des sources de financement stables. Pourtant, c'est essentiel pour leur permettre de grandir et accéder plus facilement à des sources de financement. Pour le moment, le secteur public joue un rôle très important dans le financement de ces acteurs. Malheureusement, cela ne semble pas suffire pour combler la demande grandissante à laquelle ces acteurs font face.

Le climat économique et politique dans lequel évoluent les acteurs de la microfinance et de l'entrepreneuriat social est très hétérogène sur le continent européen. Il est donc plus difficile pour des petits acteurs de s'implanter dans certains pays ou régions, ce qui prive certaines populations d'accéder à leurs services.

Dans la suite de ce travail, nous allons chercher à comprendre comment impliquer les investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe au travers de l'étude de cas d'ImpaktEU.

## Partie 2 : Méthodologie de la recherche

Dans cette seconde partie, nous allons vous donner plus d'informations sur la méthodologie utilisée pour mener à bien notre recherche et apporter des éléments de solution pertinents. Comme discuté précédemment dans l'introduction (cf. supra p.5), ce mémoire se basera sur une **méthodologie qualitative**. Cette approche est privilégiée car elle permet d'analyser des comportements, croyances ou encore des phénomènes sociaux. Dans cette étude, nous allons chercher à comprendre quelles sont les barrières à l'investissement dans l'entrepreneuriat social et la microfinance pour les investisseurs institutionnels ainsi que les éventuelles propositions de solutions pour que celles-ci s'amoindrissent. Grâce à une méthode inductive, nous partirons de données brutes et observables pour ensuite tenter de les expliquer. Cela revient donc à partir d'observations dites du terrain pour tenter de comprendre un phénomène plus général (Kohn & Christiaens, 2014).

La troisième partie de ce mémoire est une étude de cas sur le fonds ImpaktEU. Il s'agit d'une méthode de recherche qualitative. L'objectif est d'étudier le cas d'ImpaktEU en tant que proposition de solution à la question de recherche de ce mémoire. Nous chercherons dès lors

à analyser en quoi ImpaktEU serait une manière efficace de motiver les investisseurs institutionnels à se lancer dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe. Afin de déterminer cela, nous identifierons les barrières existantes qui empêchent les investisseurs institutionnels de participer à ce type de financement et nous analyserons dans quelle mesure ImpaktEU lève ces barrières. Ensuite, nous analyserons certaines propositions d'amélioration du fonds qui pourraient potentiellement contribuer à lever certaines barrières additionnelles.

Pour récolter l'information nécessaire à cette recherche qualitative, nous nous baserons sur des entretiens semi-dirigés qui permettent de questionner les personnes interviewées sur la base d'une liste de questions ouvertes qui peuvent être adaptées si nécessaire afin de clairement comprendre le fond de la pensée de notre interlocuteur.

## 2.1 Méthodes de collecte de données

Afin de récolter toutes les informations nécessaires et pertinentes à la réalisation de ce mémoire, plusieurs méthodes de collectes de données ont été utilisées. La méthode principale consiste en une série d'entretiens semi-dirigés avec des personnes actives dans toute la chaîne de valeur du financement de l'entrepreneuriat social et de la microfinance. Dans le tableau ci-dessous vous trouverez l'ensemble des sources de références.

Tableau 1 : Sources de données

Type de sources	Taille de la source	Objet de la source
<b>Entretiens vidéo</b>	10 entretiens Zoom Durée : +/- 40 min Retranscription : 78 pages (41214 mots) écrites en Calibri 12 sans interligne et disponibles sur demande.	Identifier les barrières au financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. Identifier les possibles éléments de solution et répondre à la question de recherche. Vérifier la compréhension des concepts de microfinance et d'entrepreneuriat social par les acteurs du terrain.
<b>Appels téléphoniques</b>	1 appel Teams non retranscrit de 35 min avec David Taquin de chez MicroStart.	Idem que pour les entretiens.

	1 appel Teams avec Wolfgang Spiess knafl.	Comprendre le rôle de l'EaSI Technical assistance program.
<b>Emails</b>	Multiples échanges d'emails	Trouver d'autres personnes à interviewer. Demander des précisions concernant des points abordés lors des interviews.
<b>Observations/ Participations</b>	Conversations informelles et formelles avec les membres de l'équipe de FFG et d'Inpulse. Conversations formelles avec les membres de l'équipe de Change et de Scale-Up pour le lancement d'un petit fonds à impact (The Good Food Fund).	Comprendre le mode de fonctionnement du financement de l'entrepreneuriat social et de la microfinance. Découvrir les sujets en profondeur et comprendre les motivations de ces acteurs. Répondre à la question de recherche.
<b>Conférences/séminaires</b>	“Atelier-débat sur l'entrepreneuriat social et durable et son financement” organisé par 1819. Durée 2h.  “ <i>Today's hottest topic in impact investing</i> ” organisé par la “ <i>Financing Agency for Social Entrepreneurship</i> ” (FASE). Durée 1h15 min.  “ <i>Next Normal Now: Re-imagining Capitalism for Our Future</i> ” Breakout room on unlocking institutional capital.	Avoir une vue d'ensemble du paysage de l'entrepreneuriat social dans le monde. Comprendre quels moyens sont mis en place hors Europe pour développer ce secteur et voir si ces moyens peuvent s'appliquer en Europe.

## 2.2 Sélection de l'échantillon des personnes interviewées

Lorsqu'on mène une étude qualitative, il est primordial de bien choisir son échantillon afin que celui-ci soit le plus représentatif possible de la pensée de l'ensemble des acteurs étudiés.

Pour réaliser cela, j'ai décidé de classer les acteurs de l'écosystème de l'entrepreneuriat social et de la microfinance européenne selon une chaîne de valeurs. Ci-dessous, vous retrouverez les différentes classes d'acteurs ainsi que les différents segments d'acteurs présents dans le financement de l'entrepreneuriat social et de la microfinance en Europe. Sur ce schéma sont également repris quelques exemples pour chaque type d'acteur. C'est à partir de ces exemples que les personnes interviewées ont été approchées initialement.

Figure 9 : Écosystème de l'entrepreneuriat social et de la microfinance



Grâce aux recherches réalisées lors de la première partie portant sur l'état des lieux de l'investissement dans la microfinance et l'entrepreneuriat social en Europe ainsi qu'un stage en entreprise chez FFG, j'ai pu dresser ce tableau des parties prenantes. On retrouve quatre catégories principales d'acteurs comprenant les investisseurs, les intermédiaires, les bénéficiaires et les acteurs de support. Les acteurs de support font partie de l'écosystème mais n'interviennent pas, ou pas uniquement, de manière financière dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social.

Une fois ce tableau dressé et les différentes parties prenantes identifiées, il ne restait plus qu'à construire l'échantillon ainsi que le guide d'entretiens. Pour construire cet échantillon, nous avons identifié les entreprises ou structures actives dans chacune des classes afin de chercher des personnes de contact à interroger. Le stage en entreprise chez FFG a servi de base pour contacter la plupart de ces acteurs grâce à des contacts préalables.

Il est important que l'échantillon comprenne des acteurs de ces différentes classes qui peuvent avoir des perspectives différentes, propres à leurs expériences et dans leur secteur d'activité. Pour identifier les barrières et les solutions au financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social, il faut comprendre le point de vue des différents acteurs.

La réalité des acteurs d'une même classe peut également varier entre les différents États ou zones européennes. Pour des raisons de faisabilité et tenant compte du temps dont nous disposons, nous nous concentrerons sur des acteurs de l'Europe de l'Ouest.

Afin de respecter les mesures liées à la crise sanitaire du COVID-19, les entretiens ont tous été réalisés via les plateformes Zoom et Teams. Les entretiens ont eu une durée moyenne de 35 à 45 minutes chacun et leur retranscription est disponible sur demande.

## 2.3 Entretiens semi-dirigés

L'entretien semi-directif est un outil méthodologique classique de la recherche qualitative en gestion. Ce type d'entretiens a la particularité de pouvoir amener le répondant à apporter beaucoup de précisions et d'informations sur sa pensée. En ne préparant que quelques questions couvrant les principaux sujets, il permet d'amener le répondant à fournir des informations nombreuses et détaillées (Roussel & Wacheux, 2005). Les entretiens dans le cadre de ce mémoire ont été conduits de manière systématique en suivant la structure suivante :

- quelques questions sur le profil suivi de
- questions sur les concepts abordés et ensuite
- les 3 questions ouvertes.

Voici les 3 questions ouvertes qui ont été posées aux répondants dans le cadre des entretiens :

- 1) Quelles sont, selon vous, les barrières au financement des institutions de la microfinance et de l'entrepreneuriat social par les investisseurs institutionnels en Europe ?

- 2) Depuis approximativement une décennie, le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social est un sujet qui a pris beaucoup d'importance en Europe. Cependant, la demande est loin d'être comblée malgré les initiatives lancées (et particulièrement pour les plus petits acteurs, qui ne sont en général pas prêts ou équipés pour répondre aux exigences des investisseurs). Quels seraient les incitants pour impliquer davantage les investisseurs et qui devrait les mettre en œuvre ?
- 3) Pourquoi le financement des petits acteurs de la microfinance et de l'entrepreneuriat social est-il important à vos yeux ? Et quelle serait votre approche pour développer ce financement ?

Ensuite, sur la base des réponses fournies, des sous-questions ont été posées afin de clairement comprendre et creuser le fond de la pensée de l'interlocuteur. Dans son ensemble, l'entretien se déroule presque comme une conversation centrée sur un sujet (Roussel & Wacheux, 2005).

## 2.4 Présentation des personnes interrogées

Ci-dessous, vous trouverez un tableau reprenant les personnes interrogées ainsi que leurs fonctions et expériences respectives.

Tableau 2 : récapitulatif des personnes interrogées

Nom	Poste occupé	expérience
<b>Céline Bouton</b>	Directrice de Lita.co	10 ans d'activité dans l'entrepreneuriat social. Ancienne employée de MicroStart. Fondatrice de la communauté MakeSense.
<b>Etienne de Callataÿ</b>	CEO d'Orcadia Asset Management	Économiste pour la Banque Nationale de Belgique. Expérience dans les cabinets ministériels. Économiste pour la Banque Degroof.
<b>Clémentine Blazy</b>	Indépendante au sein du European Center for Social Finance Indépendante pour EaSI et Mirova	Responsable de l'activité d'investissement social pour France Active.

<b>Sevan Holemans</b>	Directeur du réseau Solifin	Fondateur du Champignon de Bruxelles. Développeur du Citizen Funds.
<b>Nicolas Blondeau</b>	Gestionnaire de fonds chez Impulse	Plus de 20 ans d'expérience dans la microfinance (Guatemala, Kosovo et Brésil). Expériences diverses dans des sociétés de gestion en Belgique et au Luxembourg.
<b>Patrick Somerhausen</b>	Co-CEO de FFG	Carrière dans le monde de l'industrie et du marketing à Paris.
<b>Magali Menzin Duval</b>	Responsable ISR chez Intuitiae Family Office	Plus de 20 ans d'expérience dans le secteur bancaire. Expérience en gestion de fortune chez ING.
<b>Nicolas Benaglio</b>	Chercheur pour l'EMN	Expérience dans le secteur privé en Italie où il travaillait dans une Start-Up.
<b>David Taquin</b>	Chief Development Officer chez Microstart	Conseiller à l'EMN. Field Manager à la Fondation Roi Baudouin.
<b>Arnaud Henry</b>	Conseiller à la Région Bruxelloise	Employé au centre d'économie sociale à Liège. Employé pour le parti Écolo au groupe fédéral. Professeur de financement des entreprises sociales en haute école.
<b>Paco Levaux</b>	Conseiller accompagnement au financement pour Crédal	Expérience chez Microstart.

## 2.5 Analyse des données collectées

Lorsque toutes les données ont été collectées via les différentes sources mentionnées précédemment, il a fallu les analyser afin d'en tirer des éléments de conclusion.

Pour analyser les données fournies suite aux entretiens semi-dirigés, nous avons fait appel à la technique du « codage » conçue pour tirer des conclusions à partir d'une grande quantité d'informations. Le principe consiste à attribuer des mots clés aux différentes réponses des répondants ce qui permet de faire des liens entre celles-ci (Debret, 2020).

Pour ce faire, il y a cinq étapes à suivre : dans un premier temps, il faut retranscrire les entretiens. Ensuite, il faut déterminer la manière dont nous allons réaliser l'analyse en tenant compte des besoins de la recherche. Une fois ces deux premières étapes réalisées, il y en a encore trois à suivre pour coder les phrases tirées des entretiens à proprement parler :

- **Code ouvert** : Indiquer quel est le sujet principal des passages importants de l'entretien.
- **Code axial** : Comparer les codes ouverts pour les combiner sous forme de code général. On généralise ainsi les codes pour rassembler ceux qui traitent d'un sujet semblable.
- **Code sélectif** : Cette dernière étape consiste à regrouper les codes axiaux qui traitent d'un même thème (Gioia, Corley, & Hamilton, 2013). Les différents thèmes identifiés représentent les barrières à l'investissement des investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social européen.

En utilisant cette technique de codage, nous identifierons les principales barrières à l'investissement dans l'entrepreneuriat social et la microfinance. Cette méthode fonctionne comme un entonnoir : nous partons de citations des personnes interviewées pour en dégager différents niveaux de codes et enfin arriver à quelques barrières bien spécifiques. Ensuite, nous dégagerons également les principales pistes de solutions imaginées par les répondants pour développer le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe. Nous ciblerons principalement les propositions de solutions qui peuvent être implémentées par le fonds ImpaktEU. Concrètement, l'idée est de voir comment le fonds pourrait être amélioré selon les répondants.

## 2.6 Présentation du cas ImpaktEU

### 2.6.1 Présentation du fonds

Venons-en à présent à la présentation du cas ImpaktEU. Nous allons passer en revue la genèse du fonds ainsi que ses principales caractéristiques. Sans entrer à nouveau dans les détails, nous avons préalablement constaté que malgré une augmentation de l'implication des acteurs publics et privés, les besoins de financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social restent sous-désservis en Europe. Ce sont principalement les plus

petits acteurs qui sont touchés alors que ce sont également eux qui génèrent le plus d'impact en rencontrant les besoins des plus démunis et des plus exclus du système financier.

C'est en partant de ces constats que des idées commencent à émerger pour combler ce manque de financement. Néanmoins, l'exercice n'est pas si simple car il faut tenir compte de plusieurs réalités. Les petits acteurs de la microfinance et de l'entrepreneuriat social ne sont souvent pas équipés pour répondre aux exigences des investisseurs. De plus, ces acteurs ont besoin de conditions adaptées pour grandir et bien souvent d'une assistance technique ou structurelle pour se développer.

Ces différentes raisons font que pour combler ce déficit de financement il faut une approche unique en son genre et adaptée à des besoins spécifiques.

Une approche a pu se démarquer, à savoir le lancement d'un fonds à impact (ImpaktEU). L'idée de base était de mettre en place un fonds qui servirait à combler partiellement les besoins en financement des IMF et financeurs d'entrepreneuriat social européens. Ce fonds serait complémentaire et non-concurrent aux autres moyens existants comme les instruments du FEI. Concrètement, ImpaktEU a pour vocation de servir d'intermédiaire entre les gros investisseurs, à savoir les institutionnels, et les petits acteurs de la microfinance et de l'entrepreneuriat social européen. Le fonds permettrait de cibler la demande non desservie et offrirait une solution d'investissement adaptée aux tickets minimums, souvent importants, des investisseurs institutionnels. L'idée est également d'apporter un accompagnement à long terme aux entrepreneurs. ImpaktEU a pour vocation d'être l'unique intermédiaire entre une série de petits acteurs qui ne peuvent pas répondre aux exigences des gros investisseurs et ces mêmes investisseurs qui ne sont pas équipés pour traiter avec de si petits acteurs. Il s'agit d'une solution théoriquement gagnante pour toutes les parties prenantes en offrant un cadre adapté à la taille des différents acteurs impliqués.

ImpaktEU a pour vocation de cibler ses investissements afin d'apporter du soutien aux segments non desservis tout en étant complémentaire à toutes les solutions existantes. L'objectif du fonds est de faire appel à des capitaux privés et publics. Il serait compliqué d'imaginer le projet sans l'aide de fonds publics à l'heure actuelle.

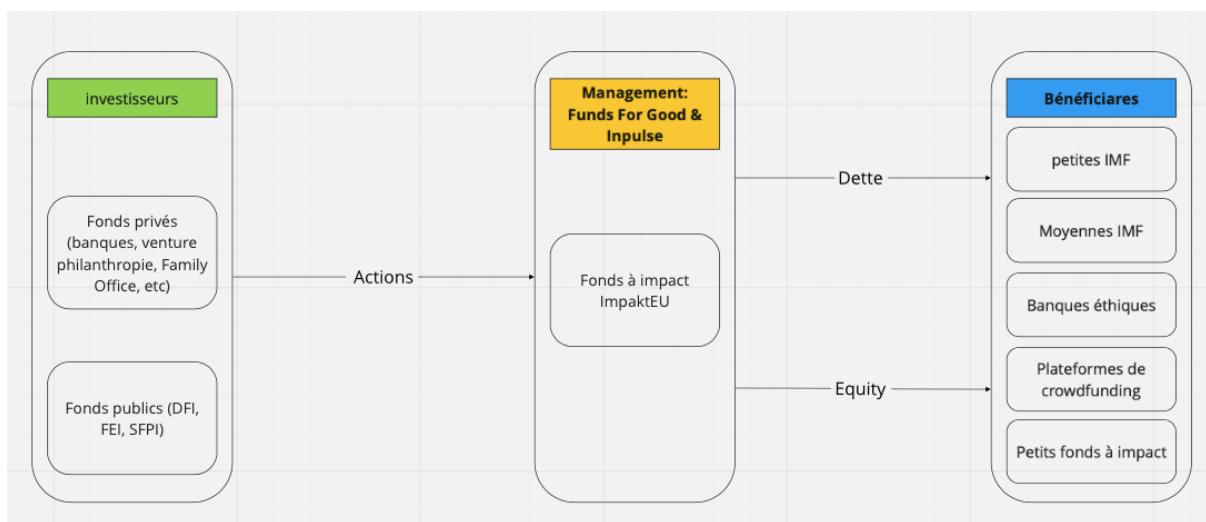
Ce sont finalement deux acteurs belges : Impulse et FFG qui décident de se lancer dans le projet durant l'été 2020. L'objectif de lancement du fonds était initialement prévu pour le troisième trimestre de 2021 mais celui-ci sera probablement décalé au quatrième trimestre.

La première étape pour lancer le fonds était de trouver un « *seeder* », c'est-à-dire une institution qui accepterait d'investir en premier dans le fonds. C'est finalement la Société Fédérale de Participations et d'Investissements (SFPI) qui acceptera d'investir 10 millions d'EUR dans le fonds à condition que d'autres acteurs investissent dans ImpaktEU à hauteur

de 20 millions d'EUR. Ce montant total de 30 millions représente le minimum pour lancer le fonds. Ensuite commencera une période de trois ans durant laquelle d'autres investisseurs auront l'opportunité de souscrire à des participations. L'objectif final en termes de taille est compris entre 200 et 300 millions d'EUR d'ici 2024. On constate clairement la traction initiale du secteur public mais qui est néanmoins conditionnelle à la participation d'autres acteurs dont les acteurs institutionnels privés.

Dans le schéma ci-dessous, nous constatons comment opère le fonds ImpaktEU dans son ensemble et nous aborderons ensuite les détails techniques du fonds.

*Figure 10 : Mode opératoire d'ImpaktEU*



Source : reproduit et adapté de Funds For Good. (2021). *Présentation ImpaktEU*. (Présentation Power Point), Bruxelles : Funds For Good.

ImpaktEU est une PRICAF privée de droit belge. Selon le SPF Finances voici la définition d'une PRICAF :

« **Les PRICAFs privées** sont des organismes de placement collectif privés à nombre fixe de parts dont l'objet exclusif est le placement collectif dans des instruments financiers émis par des sociétés non-cotées, c'est-à-dire des sociétés dont les actions ne sont pas admises à la négociation sur un marché réglementé » (SPF Finances, nd)

Une particularité des PRICAFs est qu'il existe une limite au nombre de souscripteurs du fonds. Cette limite est de 149 personnes ou entités différentes maximum. Sachant que l'objectif final de taille du fonds se situe entre 200 et 300 millions d'EUR, le ticket minimum s'élève à 250.000 EUR pour la partie « *retail* » destinée à des individus ou des familles fortunées et de 1 million d'EUR pour les institutionnels (Funds For Good, 2021).

Les investisseurs achètent donc un ticket qui représente des parts dans le fonds sous forme d'actions. Une fois la somme initiale de 30 millions d'EUR collectée, ImpaktEU commencera à investir dans les différentes cibles reprises dans le tableau, à savoir : des IMF de petite ou moyenne taille (50-80%), des banques éthiques (5-25%) ainsi que des plateformes de crowdfunding ou des petits fonds à impact de maximum 30 millions d'EUR (5-25%) (Funds For Good, 2021).

ImpaktEU est un fonds fermé d'une durée de 12 ans + 2x2 ans. Le fonds aura donc une durée de vie de 12 ans qui pourra être prolongée 2 fois de 2 ans maximum (Funds For Good, 2021).

Ensuite, comme nous pouvons le remarquer sur le schéma ci-dessus, ImpaktEU investira de deux manières : principalement à travers de la dette mais également sous forme d'investissements en capitaux. La partie dette est constituée d'une part, de prêts *seniors* avec un taux d'intérêt compris entre 2,5% et 4,5% et d'autre part, d'une dette subordonnée avec un taux d'intérêt compris entre 4,5% et 7%. La dette *senior* est une forme de dette qui garantit un remboursement prioritaire en cas de défaut de l'entreprise débitrice, d'où le taux d'intérêt plus faible de cette forme de dette par rapport à la dette subordonnée. Cette dernière ne donne en effet droit à un remboursement qu'une fois les dettes prioritaires remboursées. Ce type de dette est donc plus risqué mais également plus rémunérateur. Dernièrement, ImpaktEU peut également investir en capital ce qui consiste à prendre des participations dans des entreprises. Le fonds sera dès lors partiellement propriétaire et ce type d'investissement devrait rapporter entre 7% et 10% d'IRR (Internal Rate of Return) (Funds For Good, 2021).

Cependant, afin de limiter le risque du fonds, celui-ci sera majoritairement composé de dettes : senior et subordonnée (60%-100%) mais garde la possibilité d'investir dans du capital afin d'apporter un complément de rendement supérieur à celui de la dette (0%-40%) (Funds For Good, 2021).

En termes de rentabilité attendue, les objectifs sont fixés entre 2,5% et 3,5% d'IRR. La gestion d'un fonds comporte un coût. Dans le cas d'ImpaktEU, il faut compter annuellement 0,2% de frais administratifs et 1,85% de frais de gestion. Si le fonds s'avère plus performant qu'annoncé et qu'il dépasse les objectifs de rendement attendus de 2,5% annuels minimum, alors 20% de frais additionnels liés à la performance seront également prélevés (Funds For Good, 2021).

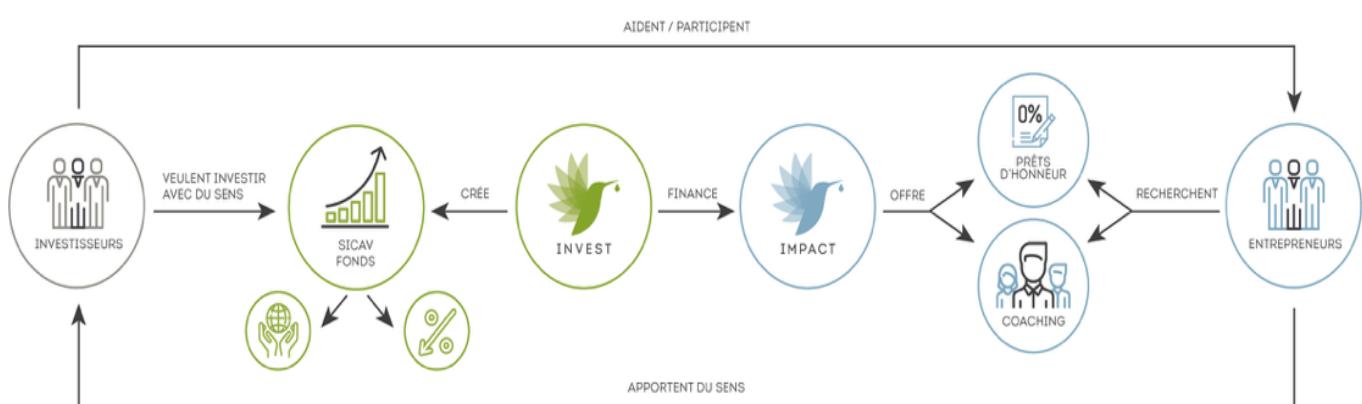
Dans le cadre d'un fonds à impact, la rentabilité n'est pas la seule mesure de performance qui sera utilisée. Inpulse a déjà développé une « *social scorecard* » qui sert à mesurer l'impact de ses fonds par rapport aux objectifs de développement durable des Nations Unies. Cette *scorecard* permet d'avoir un aperçu de la performance sociale d'une potentielle cible et permet donc d'aider le comité d'investissement dans ses décisions d'investissement (Funds For Good, 2021).

## 2.6.2 Présentation de l'équipe de gestion

ImpaktEU étant une première en son genre en Europe, il fallait qu'elle dispose d'une équipe de gestion à même de se lancer dans ce projet. Ce sont donc deux entreprises belges qui ont décidé de se lancer : FFG et Inpulse.

D'une part, FFG crée et distribue des fonds socialement responsables. L'entreprise fut créée en 2011 et gère aujourd'hui 4 fonds pour un montant total d'un peu plus de 600 millions d'EUR. FFG possède une bonne expérience dans la création de fonds ISR mais n'a pas encore lancé de fonds à impact jusqu'à présent. La différence est importante puisque les fonds qu'ils ont déjà lancés sont investis dans des produits cotés sur les marchés financiers mais avec des règles ESG importantes comme l'exclusion ou le « *best in class* » qui garantissent aux investisseurs que leurs investissements sont dirigés vers des entreprises responsables. Ces pratiques consistent à exclure certains secteurs d'activité ou à sélectionner les meilleures entreprises d'un secteur en terme de durabilité. Ensuite, FFG possède et gère également une ASBL : FFG Impact qui octroie des prêts d'honneur à des personnes en situation de précarité qui souhaitent lancer leur microentreprise. Elle leur offre également du coaching afin de garantir au maximum le succès de leur initiative. Ce travail se fait en collaboration avec des institutions de microfinance et a déjà permis à plus de 600 entrepreneurs de se lancer. On peut donc considérer FFG comme une entreprise sociale puisqu'elle a pour objectif de maximiser son profit afin de le reverser à son ASBL avec un impact social le plus large possible. Pour ce faire, l'entreprise reverse 10% de ses revenus ou 50% de ses bénéfices à l'ASBL. Sur le schéma ci-dessous, vous pouvez voir comment fonctionne ce *business model*.

Figure 11 : Mode opératoire de FFG



Source : Funds For Good. (nd). *FUNDS FOR GOOD OU LE CAPITALISME RAISONNÉ*. Retrieved 2021, from Funds For Good: <https://www.fundsforgood.eu/language/fr/>

D'autre part, Inpulse est un gestionnaire d'actifs belge qui possède une License AIFM (Alternative Investment Funds Managers) délivrée par la FSMA (autorité belge de contrôle

des services et marchés financiers) et qui l'autorise à gérer et distribuer des fonds d'investissement alternatifs. Inpulse a déjà lancé 4 fonds à impact dans différentes zones en Europe et du contour méditerranéen. Ces 4 fonds ont pour objectif de financer la microfinance dans ces différentes zones cibles. L'objectif d'Inpulse est de proposer des solutions d'investissement long terme responsables aux investisseurs. Inpulse a des relations importantes avec le FEI, la BEI et a pour actionnaire principal la CDC. Malgré la crise sanitaire du COVID-19, leur fonds CoopEst lancé en 2006 a atteint ses objectifs de rendement de 2,5% et n'a subi qu'un défaut sur les 58 IMF et banques coopératives financées en Europe de l'Est.

Ensemble, ces deux entreprises se présentent comme étant tout à fait compétentes pour mener à bien le projet ImpaktEU.

## Partie 3 : Présentation et analyse des résultats

### 3.1 Présentation des résultats obtenus

Passons à présent à la présentation des résultats obtenus par les multiples entretiens. Dans un premier temps, nous analyserons les différentes barrières identifiées par les personnes interviewées et qui constituent des freins à l'investissement d'investisseurs institutionnels dans les domaines de la microfinance et de l'entrepreneuriat social européen. Ensuite, nous comparerons les résultats obtenus avec l'étude de cas ImpaktEU afin de voir dans quelle mesure le fonds apporte une solution ou non aux barrières identifiées. Nous passerons également en revue certaines propositions de solutions apportées par les répondants. Cela nous permettra de voir comment le cas ImpaktEU pourrait être amélioré par la suite.

#### 3.1.1 Barrières identifiées

Tableau 3 : Barrières au financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social par des investisseurs institutionnels

Code Sélectif	Code Axial
<b>Professionnalisation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Compétences techniques et matérielles</li> <li>• Coûts</li> <li>• Légitimité</li> <li>• Mauvaise qualité de l'information</li> <li>• Rentabilité</li> <li>• Risque</li> <li>• Transparence</li> </ul>
<b>Taille/Granularité</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ratio d'emprise</li> <li>• Ticket minimum</li> </ul>

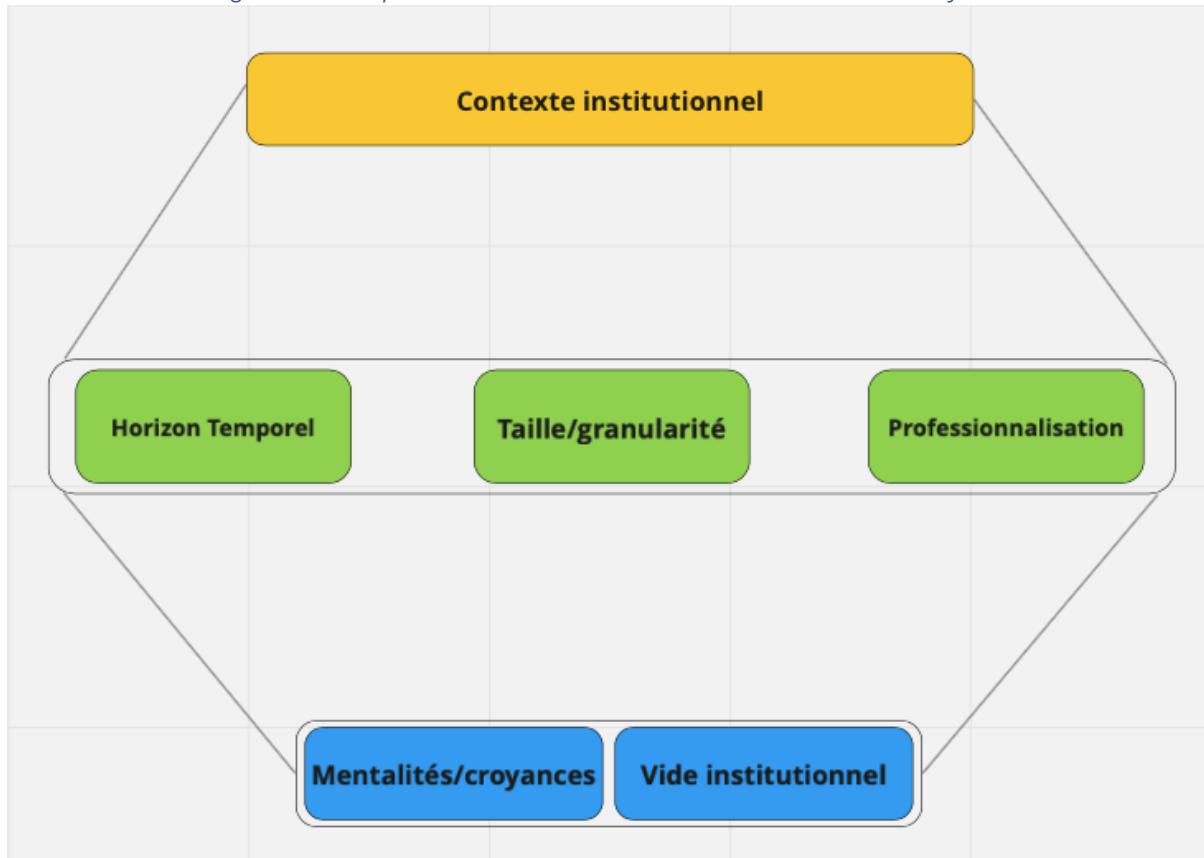
	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Exigences élevées</li> <li>• Proportions</li> <li>• Concentration</li> </ul>
<b>Horizon Temporel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Durée d'investissement</li> <li>• Accompagnement</li> <li>• Investissement « <i>hands on</i> »</li> <li>• Liquidité</li> </ul>
<b>Absence de vide institutionnel ressenti</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Marché Européen performant</li> <li>• Sécurité sociale</li> </ul>
<b>Contexte institutionnel</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Législation</li> <li>• Mandats &amp; statuts</li> <li>• Marché européen fragmenté</li> </ul>
<b>Mentalités et croyances</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Intérêt faible pour le social</li> <li>• Intérêt uniquement pour la rentabilité</li> <li>• Conditionnement de la société sur le gain</li> <li>• Psychologie des investisseurs</li> </ul>

Le tableau ci-dessus est un récapitulatif du codage des entretiens qui se trouve en annexe (voir annexe 1 : codage des entretiens) . Pour rappel, il existe 3 niveaux de codes : un code ouvert, un code axial et un code sélectif. Grâce à ce système de codage, nous parvenons à extraire les informations nécessaires à la recherche depuis les idées exprimées par les répondants. Le code sélectif représente le niveau de code le plus avancé qui sert à identifier clairement les grandes catégories de barrières identifiées par les répondants.

Il est important d'identifier un nombre de codes sélectifs restreints qui reprennent une multitude de codes axiaux eux même composés de plusieurs codes ouverts. Pour coder les entretiens, l'auteur fait appel à son interprétation personnelle du contenu des entretiens énoncé par les répondants. L'exercice de codage fait appel à l'esprit critique de l'auteur qui analyse le discours d'autrui.

Dans le tableau ci-dessus, nous retrouvons six barrières principales qui permettent d'apporter des éléments de solution à la question de recherche. Sur la figure 12 ci-dessous nous retrouvons une représentation en « Diamant » des barrières identifiées et du niveau d'influence qu'ImpaktEU peut potentiellement exercer sur celles-ci.

Figure 12 : Représentation en diamant des barrières identifiées



Sur cette représentation nous constatons que les barrières ont été scindées en trois blocs. Cela permet d'illustrer les différents niveaux auxquels se situent les barrières par rapport aux moyens d'actions du fonds ImpaktEU. En jaune, nous retrouvons la barrière du contexte institutionnel liée au système économique et politique dans son ensemble. Cette barrière est « au-dessus » d'ImpaktEU dans le sens où elle ne peut pas être levée directement par la création d'un fonds. Nous ne rentrerons pas dans les détails de cette barrière dans le cadre de ce mémoire. En vert, nous retrouvons les trois barrières centrales qui sont liées au secteur de la finance à impact. Ces barrières sont centrales car elles peuvent potentiellement être levées directement par un fonds. En bleu, nous avons les barrières liées aux individus. Plusieurs répondants ont souligné le fait que les investisseurs sont souvent sujets à des préconceptions et croyances par rapport à la microfinance, l'entrepreneuriat social et l'investissement à impact de manière générale. Ces barrières sont « en dessous » dans le sens où elles sont enfuies dans le subconscient des investisseurs. La mise en place d'un fonds comme ImpaktEU ne permet pas en lui-même de faire évoluer la situation mais nous analyserons tout de même l'impact positif ou négatif qu'il pourrait avoir.

### 3.1.2 Présentation des barrières identifiées

Nous allons à présent détailler la signification des barrières identifiées et expliquer clairement ce que les répondants cherchaient à exprimer lors des entretiens. Nous illustrerons chaque barrière par des citations de répondants puisées dans la retranscription des entretiens.

#### **3.1.2.1 Professionnalisation de l'investissement**

**La professionnalisation de l'investissement** passe par une série d'éléments. Comme nous avons pu le constater, le domaine de l'investissement à impact est relativement nouveau dans le monde de la finance. C'est un secteur qui est principalement occupé par des petits acteurs de la finance et qui est souvent associé à de la charité. Ces caractéristiques font que l'investissement à impact souffre d'un manque de légitimité. De nombreux investisseurs institutionnels semblent ne pas prendre l'investissement à impact comme quelque chose de « sérieux ». La microfinance et l'entrepreneuriat social nécessitent également un accompagnement important tout au long de l'investissement ce qui occasionne des coûts élevés et nécessite des compétences bien spécifiques. Comme l'illustrent les répondants : « *Les investisseurs institutionnels n'ont pas les compétences et à mon avis ils n'ont pas l'envie d'investir le temps et l'énergie nécessaires* ». Cette situation provoque un sentiment de risque élevé auprès des investisseurs institutionnels et restreint l'opportunité de bénéfices perçus par ceux-ci. Le niveau de risque perçu par rapport au rendement dégagé par l'investissement est élevé ce qui décourage les investisseurs institutionnels qui rappelons le, se doivent d'assurer leur responsabilité fiduciaire envers leurs clients.

Un autre aspect du manque de professionnalisme constaté par les répondants est la faible qualité de l'information. Cet aspect est revenu à maintes reprises dans les entretiens et peut être illustré par cette citation : « *La barrière, je pense que c'est un problème de connaissances et d'information premièrement* ». Les investisseurs institutionnels ne semblent pas être au courant de l'impact que peuvent avoir la microfinance et l'entrepreneuriat social sur la population européenne. Ils ne semblent également pas être à jour quant aux problèmes de société auxquels nous sommes confrontés. De cette façon, toute l'information provenant du bas de l'échelle financière semble peiner à remonter jusqu'aux plus grands acteurs. Certains attribuent ce problème à un manque de transparence de la part des investisseurs à impact. La question de « *où va mon argent et à quoi sert-il ?* » est un point de questionnement récurrent. Cette question est importante puisque, pour justifier le risque d'un investissement, les investisseurs institutionnels doivent pouvoir démontrer le retour sur investissement et l'impact dégagé par celui-ci.

Une autre difficulté rencontrée par les investisseurs institutionnels est le manque de ressources et de compétences nécessaires pour réaliser des petits investissements. Ils manquent de personnel qualifié et n'ont pas, en interne, les compétences nécessaires pour

gérer ce type d'investissement. Selon les répondants « *Ils ont un temps limité, une équipe limitée et un volume annuel à atteindre* ». C'est compliqué techniquement car comme nous l'avons constaté dans la première partie sur l'analyse du marché de la microfinance et de l'entrepreneuriat social européen, celui-ci est très fragmenté et varie fortement en fonction des différents pays ou zones du continent. Ensuite, il y a également tout un travail de préparation à l'investissement qui doit être fait. Il faut avoir une connaissance du marché et déterminer les cibles potentielles d'investissement. En outre, il faut aider ces mêmes cibles à se préparer pour être capables de recevoir et assumer un investissement important, sans quoi les chances de réussite diminuent et le risque augmente. Dans le même esprit, une fois l'investissement réalisé, celui-ci nécessite un suivi important afin d'accompagner les cibles et de les aider à atteindre leurs objectifs. Tout cela nécessite un travail, non seulement en amont mais également durant toute la durée de l'investissement, qui fait appel à des compétences et ressources spécifiques.

De nombreux répondants aux entretiens ont souligné le fait que la rentabilité était probablement la plus grosse barrière à l'investissement pour les investisseurs institutionnels. Comme bien souvent, « *l'argent c'est le nerf de la guerre* ». Les investisseurs institutionnels privés possèdent également une obligation fiduciaire envers leurs clients. Ils sont responsables de l'argent qui est mis à leur disposition par leurs clients et doivent leur garantir des bénéfices futurs. Un exemple type est celui des fonds de pensions. Ils ont l'obligation de garantir un certain capital qui servira à payer les pensions de leurs clients à terme (Karametaxas Xenia, 2020). Cette obligation les oblige à être prudents dans leur gestion.

L'ensemble des points cités ci-dessus reprend les différents codes ouverts que nous retrouvons dans le tableau avec les barrières identifiées. Ces différents codes font référence à un manque de professionnalisme de l'investissement à impact et en particulier l'investissement dans la microfinance et l'entrepreneuriat social européen. C'est une barrière essentielle car pour impliquer les investisseurs institutionnels, il ne faut pas se contenter d'avoir un beau projet et de belles promesses, il faut également les convaincre de la capacité du gestionnaire à atteindre ses objectifs et de son expertise du sujet. Nous sommes ici dans une logique d'investissement, ce qui sous-entend un certain degré de professionnalisme contrairement au domaine de la charité.

### 3.1.2.2 Granularité/taille

Passons à présent à une deuxième barrière qui a été identifiée par les répondants des entretiens et qui concerne un problème de **granularité/taille**. Ce qu'on entend par granularité dans le cadre de cette recherche est en réalité un souci de proportionnalité et de taille. D'un côté, nous avons les investisseurs institutionnels qui sont connus pour gérer des sommes très importantes et, de l'autre côté, nous avons les petites IMF et les financeurs d'entreprises sociales qui sont majoritairement de très petites entreprises ou des PME. Ce problème de

rapport de taille et de proportions empêchent les investisseurs institutionnels d'investir directement dans ces petites entreprises.

Plusieurs raisons sont à l'origine de cette barrière de granularité. En raison des volumes d'argent importants qui affluent dans les comptes des institutionnels, ceux-ci ont pour habitude de fixer un ticket minimum d'investissement. Ce ticket minimum correspond à un montant plancher prédéfini qui doit être investi dans chacune des lignes d'investissement. De plus, les institutionnels préféreront diversifier leur portefeuille en prenant des positions dans des Organismes de Placements Collectifs de Valeur Mobilières (OPCVM) qui offrent une exposition à plusieurs cibles plutôt que de chercher à effectuer la diversification eux-mêmes. Ensuite, les investisseurs institutionnels sont confrontés à un problème de ratio d'entreprise lorsqu'ils souhaitent investir directement dans la microfinance et l'entrepreneuriat social. Compte tenu de leur ticket minimum souvent élevé, s'ils devaient investir en direct, ils se retrouveraient très rapidement en position d'actionnaire majoritaire avec les contraintes d'actionnariat participatif que cela entraîne. D'autres difficultés sont également recensées comme les contraintes très élevées fixées par les investisseurs institutionnels telles que les contraintes de temps, de rentabilité ou de reporting. Celles-ci sont hors d'accès pour des petits acteurs qui ne sont pas équipés pour rencontrer ce genre d'exigences.

Ensuite, un autre point sur lequel divers répondants ont insisté est le besoin des petites entreprises de grandir. Il existe un marché pour le financement des grandes IMF et entreprises sociales mais il n'existe pratiquement pas de marché pour les petites structures. Selon les répondants, « *Tout le monde veut investir dans des boîtes qui ont 3 ans et qui sont breakeven, qui fonctionnent et du coup il y en a pas non plus des masses* ». C'est pourquoi une entreprise comme l'Adie en France parvient à trouver des sources de financement sans trop de difficultés parce qu'elle a une certaine taille qui permet d'accueillir des tickets importants et a une certaine stabilité qui rassure même si elle n'est pas rentable pour autant. Le problème est que personne ne semble vouloir prendre le risque de les accompagner avant qu'elles n'atteignent cette taille. Comme le dit très bien Nicolas Blondeau : « *avant une certaine taille c'est la vallée de la mort du financement* » (Blondeau, 2021). Ce qu'il exprime par là c'est le fait que les entreprises de petites tailles n'ont accès à du financement de la part des banques ou des autres institutionnels qu'à partir d'un certain seuil.

### 3.1.2.3 Horizon Temporel

**L'horizon temporel** désigne la durée d'investissement perçue comme longue et le manque de liquidité sur cette période. Le manque de liquidité est le fait qu'il est très compliqué d'échanger ses titres contre de la monnaie liquide. Cette situation peut s'avérer délicate et représente un risque pour des investisseurs qui auraient besoin de liquidités à un moment donné. A cela on peut également ajouter l'implication nécessaire durant l'entièreté de la durée de l'investissement lorsqu'on parle d'investissement à impact et plus précisément

d'investissement dans la microfinance et l'entrepreneuriat social. Comme le dit très justement Patrick Somerhausen : « *Il faut accompagner toute une croissance et des changements de culture d'entreprise donc ça impose à ces investissements d'être ce qu'on appelle hands on* » (Somerhausen, 2021) . « *Hands on* » ce qui signifie littéralement les mains dedans, soit une implication importante. Comme discuté préalablement (cf. supra p.52), cette implication est due à l'accompagnement nécessaire pour aider les cibles d'investissements d'ImpaktEU à atteindre leurs objectifs de rentabilité et d'impact. Dès lors, conjointement à cet horizon temporel, nous pouvons également ajouter cette implication couteuse en temps et en énergie sur une longue période.

### 3.1.2.4 Mentalités et croyances

Plusieurs répondants aux entretiens ont identifié des **barrières liées aux mentalités et croyances des investisseurs institutionnels**. Lorsque ce point était abordé, c'est souvent l'aspect rentabilité qui refaisait surface. De nombreux investisseurs institutionnels auraient tendance à sélectionner les fonds principalement sur la base du niveau de risque et de rentabilité de ceux-ci. Certains faisaient référence à ce mode opératoire comme étant la méthode d'évaluation et de sélection dite « classique ». Pour de nombreux répondants, les investisseurs seraient aveuglés par une croyance erronée sur l'entrepreneuriat social et la microfinance. La croyance actuelle du marché est que le secteur visé par ImpaktEU est un secteur risqué, très peu rentable et qu'il relève dès lors de la sphère de la philanthropie et du don. Il n'est de ce fait pas perçu comme un investissement en tant que tel. La mentalité des investisseurs est perçue par les répondants comme : « *vous faites de la finance sociale mais moi le social je le fais par le biais du don* ». Certains répondants ont également identifié le manque d'intérêt pour l'investissement social de la part des investisseurs institutionnels. Ils seraient enclins à faire de l'investissement pour protéger l'environnement mais « *le social n'est pas quelque chose qui m'intéresse* » comme l'expriment les répondants en reprenant les mots des institutionnels.

Cette barrière mentale est alimentée par le manque d'informations et de sensibilisation sur l'investissement à impact, mais également sur la microfinance et l'entrepreneuriat social. Les investisseurs institutionnels existent depuis des décennies alors que la microfinance et l'entrepreneuriat social européen sont des secteurs d'activité relativement nouveaux. Même au sens plus large, l'investissement à impact en tant que tel est un secteur nouveau. Il semblerait donc que l'information sur les performances de l'investissement à impact ne soit pas encore réellement parvenue jusqu'aux investisseurs institutionnels. L'information disponible ne parvient visiblement pas encore à faire changer les mentalités et à sensibiliser les investisseurs institutionnels. Ce type de situation est assez fréquente pour des secteurs d'activité naissants et nécessite quelques « *success stories* » avant de prendre de l'ampleur.

### 3.1.2.5 Absence de vide institutionnel ressenti

La notion de vide institutionnel est une traduction du terme « *institutionnal void* » qui est décrit dans un article rédigé par Mair et Marti. Voici la définition reprise pour cette notion :

**Institutionnal void** : « *situation where absent and/or weak institutional arrangements prevent those excluded by poverty from participating in market activities.* » (Mair & Martí, 2006, p. 2)

Cette définition, plutôt simple, décrit le vide institutionnel comme une situation où les personnes pauvres et exclues de système bancaire n'ont pas accès aux activités commerciales à cause d'un manque de présence institutionnelle. La littérature académique fait souvent état d'une présence institutionnelle partout dans le monde. Ce n'est pas faux mais dans beaucoup de pays en voie de développement, la présence institutionnelle locale ne permet pas le développement économique et social des plus démunis. Un constat qui émerge dans l'article de Mair et Marti c'est que la présence institutionnelle est nécessaire pour qu'une économie se développe et c'est le gouvernement qui est responsable de la créer. Lorsque les institutions ne fonctionnent pas parfaitement, certains acteurs finissent par être favorisés et d'autres exclus. Il est donc impératif d'avoir de telles institutions implantées sur son territoire. Lorsque celles-ci ne fonctionnent pas suffisamment bien sous la tutelle du gouvernement, ce sont les acteurs privés qui sont censés venir combler le vide (Mair & Martí, 2006). Cependant, ces acteurs, à la différence des acteurs publics, ne se lanceront dans une activité qu'à condition que celle-ci soit rentable. La situation est tout de même en train d'évoluer puisqu'on voit apparaître des acteurs sociaux pour qui l'impact sociétal est la raison principale de leur activité et le rendement n'est qu'une condition nécessaire de survie (Mair & Martí, 2006). Ces acteurs sont très intéressants puisqu'ils peuvent chercher à combler des vides institutionnels dans des domaines où la rentabilité est faible, voire inexistante.

La barrière que nous avons identifiée lors des entretiens est celle de **l'absence de vide institutionnel ressenti**. Le panel de répondants ayant participé aux entretiens dans le cadre de ce mémoire est composé d'une série d'acteurs présents à différents niveaux de la chaîne de valeur du financement de l'entrepreneuriat social et de la microfinance en Europe. Malgré leur implication dans ce secteur d'activité, de nombreux répondants ont exprimé ne pas ressentir de vide institutionnel. Pour eux, il y aurait suffisamment de fonds disponibles en Europe de la part d'institutions publiques. C'est principalement au niveau du financement de la microfinance qu'ils ont exprimé ce ressenti. Selon plusieurs répondants, il n'y a pas de problème de financement pour la microfinance en Europe. Ces propos peuvent être illustrés par la citation suivante : « *J'ai l'impression que la microfinance est un marché assez mûr* » ou encore « *je ne sais pas s'il y a beaucoup de problèmes pour financer la microfinance en Europe mais je n'en ai pas trop l'impression* ».

Le bon fonctionnement du marché européen est également un élément qui revient plusieurs fois dans les entretiens. Leur vision du marché européen est celle d'un marché performant où les institutions publiques parviennent à remplir leur rôle de manière efficace, ce qui permet aux plus démunis de participer aux activités économiques.

Ces constats sont particulièrement intéressants car des études montrent que le marché européen de la microfinance est loin d'être en mesure de répondre à la demande de microcrédit actuelle. Les besoins non-comblés visent principalement les plus petits acteurs du financement de la microfinance. Il faut également garder à l'esprit que ces petits acteurs jouent un rôle essentiel puisqu'ils ciblent souvent les personnes les plus exclues du système bancaire et donc les plus précarisées. Même si ces petites IMF peuvent paraître dérisoires par leur taille et leur volume de crédit, l'addition de tous ces petits acteurs à l'échelle européenne commence à peser et peut avoir un impact immense. Pour rappel, selon une étude réalisée par l'EMN en 2019 sur 156 IMF européennes, les besoins monétaires de celles-ci pour les cinq à dix ans qui viennent sont compris entre 300 et 500 millions d'EUR (EMN, 2019). Une autre étude réalisée par Unterberg estime quant à elle le potentiel du marché du microcrédit européen à 17,4 milliards d'EUR de microcrédits annuels soit plus de 2,7 millions de prêts par an (Unterberg, 2017). Ces chiffres reposent sur des postulats larges mais montrent tout de même un grand écart de financement d'environ 16 milliards d'EUR par an par rapport à la capacité actuelle des acteurs.

Concrètement, nous avons une situation qu'on peut assimiler à une forme de vide institutionnel en Europe puisque beaucoup de personnes en situation de précarité ne peuvent pas participer aux activités de marché. Contrairement aux pays en voie de développement, le vide institutionnel ne semble pas être perçu en Europe. Il existe bien évidemment de nombreux acteurs institutionnels à l'échelle nationale et/ou européenne et la tendance indique qu'ils contribuent de plus en plus au développement de la microfinance mais cela n'est vraisemblablement pas suffisant puisqu'un écart de financement important subsiste. C'est exactement pour cette raison qu'un acteur privé comme ImpaktEU a décidé d'intervenir.

### 3.2 Étude de cas et analyse des résultats obtenus

Analysons à présent le cas ImpaktEU afin de voir dans quelle mesure il s'agit d'une solution plus ou moins intéressante à la problématique du financement de l'entrepreneuriat et de la microfinance européenne. Pour ce faire, nous allons passer en revue six chapitres sur différents aspects du fonds comme sa commercialisation ou sa méthode de reporting par exemple. L'objectif est de mettre en perspective les barrières identifiées avec chacun de ces chapitres pour identifier précisément où et dans quelle mesure ImpaktEU lève une barrière.

En fin d'analyse, nous reprendrons les différentes barrières qui ont été levées ou non dans un tableau récapitulatif pour avoir un visuel de la situation finale.

### 3.2.1 Structure légale

La notion de PRICAF privée a déjà été définie précédemment dans la présentation du fonds ImpaktEU (cf. supra p.45). Pour rappel, le nombre d'actionnaires d'une PRICAF est limité à 149. Les PRICAFs privées font partie de la famille des OPCVM.

Selon Engels, il existe quatre avantages majeurs aux OPCVM. Premièrement, un avantage majeur de l'OPCVM est qu'il permet une grande diversification des investissements. Dans le cas d'ImpaktEU, la diversification se fait à trois niveaux différents : une diversification géographique sur l'ensemble du continent européen, une diversification en termes de cibles d'investissement ainsi qu'une diversification en termes de taille des cibles d'investissement. En économie, le principe de diversification est associé à une baisse du risque. Comme le dit l'expression populaire : « *il ne faut pas mettre tous ses œufs dans le même panier* ». L'idée étant d'insister sur le fait qu'une diversification permet de limiter son exposition à des risques spécifiques liés à chaque investissement (Engels, 2013).

Deuxièmement, un OPCVM assure une gestion professionnelle. Chaque type d'investissement, qu'il s'agisse de placements cotés ou non cotés nécessitent une expertise particulière. Cette gestion professionnelle garantit à l'investisseur une bonne connaissance du son sujet par le gestionnaire. Il ne devra dès lors pas se préoccuper personnellement de la gestion quotidienne de ses avoirs (Engels, 2013). Cela représente un gain de temps et d'énergie important pour l'investisseur. De plus, confier ses avoirs à des professionnels diminue le risque lié à l'investissement et assure une maximisation de la rentabilité tant financière qu'au niveau de l'impact.

Troisièmement, le fait de passer par l'intermédiaire d'un OPCVM permet à l'investisseur de ne pas devoir s'attarder sur des tâches administratives et bureaucratiques souvent lourdes (Engels, 2013). Ces tâches nécessitent la mobilisation de ressources et compétences que les investisseurs ne possèdent en général pas ou qu'ils ne souhaitent pas acquérir.

Enfin, les OPCVM permettent dans certains cas de donner accès à des segments de marché auxquels les investisseurs n'auraient habituellement pas accès (Engels, 2013).

Voyons à présent si ImpaktEU est une solution intéressante pour contrer la barrière de **manque de professionnalisme**. Afin de répondre à la question de recherche de ce mémoire, il nous faut répondre à la question du comment impliquer les investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. Le choix d'un OPCVM comme moyen de motiver les investisseurs institutionnels est-il judicieux ?

Comme nous l'avons constaté avec les quatre avantages majeurs des OPCVM selon Engels, **ce véhicule d'investissement semble clairement contribuer à une professionnalisation de l'investissement.** Cela permet de diminuer le risque, assure une gestion professionnelle, évite toutes démarches administratives et bureaucratiques à l'investisseur et lui permet d'accéder à un nouveau segment de marché. Le choix d'un OPCVM garantit une certaine professionnalisation et devrait donc avoir un impact positif sur la barrière de manque de professionnalisme.

Nous pouvons aller un cran plus loin et regarder l'expérience combinée des gestionnaires du fonds. Le marché de la microfinance et de l'entrepreneuriat social sont relativement jeunes en Europe mais le gestionnaire Impulse affiche une expérience significative en matière de gestion de fonds destinés à financer la microfinance. L'expérience de FFG se situe quant à elle au niveau de l'entrepreneuriat social et de la recherche de financement. Dans la mesure où on se trouve dans un secteur d'activité jeune, ces deux acteurs présentent tout de même une expérience pertinente du sujet qui leur permet de garantir une gestion optimale et sécurisée à leurs investisseurs. ImpaktEU offre une série d'avantages qui garantissent une amélioration de cette professionnalisation en rassemblant une équipe de gestion expérimentée qui possède un série d'expériences positives similaires préalables. **L'équipe possède toutes les compétences et ressources nécessaires pour investir dans la microfinance et l'entrepreneuriat social.** Elle est également familière avec la gestion de tâches administratives ce qui participe au développement de la **professionnalisation de l'investissement.**

Malgré leurs expériences et compétences spécifiques, Impulse et FFG restent des petites structures. Impulse a déjà lancé des fonds à impact avec succès par le passé mais n'a jamais géré un fonds aussi important en terme de volume monétaire. Les quatre fonds qu'ils ont déjà mis sur pieds s'élèvent à 58 millions d'EUR alors qu'ImpaktEU a pour ambition d'atteindre une taille au moins trois fois supérieure à cela. FFG est quant à elle une jeune entreprise avec peu de ressources humaines. Il est donc plus compliqué pour cette PME de communiquer et commercialiser en masse. Il s'agit également de la première expérience de fonds à impact pour la jeune entreprise belge qui se limitait préalablement à des fonds ISR.

En tant qu'OPCVM, ImpaktEU joue le rôle d'intermédiaire entre les investisseurs institutionnels et les acteurs de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. **Le fonds offre une véritable solution au problème de granularité** car il peut accueillir des tickets importants et est mieux placé pour répondre aux exigences des institutionnels. En prenant un grand nombre de lignes dans différentes cibles de tailles variables, ImpaktEU est moins exposé que les institutionnels à un souci de ratio d'emprise. De surcroit, ImpaktEU offre l'accès à un tout nouveau segment d'investissement en prenant le rôle d'intermédiaire. Les institutionnels qui souhaitaient s'exposer à la microfinance et l'entrepreneuriat social n'avaient pas d'autres

choix que de se concentrer sur quelques acteurs comme l'Adie. Avec ImpaktEU, cela n'est plus nécessairement le cas. De surcroit, ImpaktEU a pour mission d'apporter le financement nécessaire aux petites entreprises pour qu'elles puissent croître et ensuite bénéficier de diverses sources de financements par elles-mêmes.

Malgré tout, un problème qui est soulevé suite à la présence d'un intermédiaire est le coût de la rémunération de ce dernier. Comme toujours, chaque intermédiaire dans une chaîne commerciale prélève une partie des bénéfices pour se rémunérer. Au plus il y en a, au plus les frais de gestion sont élevés et la rentabilité diluée.

Cependant, ImpaktEU se positionne comme un fonds à impact dont l'objectif premier n'est pas le rendement. Les frais de gestion du fonds sont fixés le plus bas possible et servent à couvrir les coûts liés à la gestion et à la rémunération de l'équipe de gestion. Une manière de laisser transparaître cette volonté est le système des « *performance fees* » mis en place. Ce système consiste à fixer un objectif de rendement plancher pour le fonds, soit 2,5% nets annuels dans notre cas et de prélever une rémunération additionnelle en cas de rendement supérieur à ceci. Concrètement, l'équipe de gestion fixe les frais le plus bas possible pour montrer leur volonté de générer de l'impact mais également leur volonté d'optimiser leur gestion en s'octroyant la possibilité d'augmenter leur rémunération en cas de surperformance du fonds. C'est un système qui semble séduire les investisseurs institutionnels en les rassurant sur les intentions de performance en matière d'impact et de rémunération des gestionnaires.

Concrètement, avoir un intermédiaire dilue le rendement car il doit être rémunéré ce qui n'est pas toujours motivant pour les institutionnels. On peut tout de même souligner les efforts faits par l'équipe de gestion pour maintenir ces frais le plus bas possible tout en garantissant une gestion professionnelle.

Jusqu'à présent nous avons vu en quoi le choix d'un OPCVM était intéressant dans le cadre de ce mémoire. ImpaktEU est un OPCVM qui se présente sous la forme d'une PRICAF. Il existe un problème avec cette forme juridique du fait qu'elle n'autorise que 149 investisseurs ou entités différentes. Il suffit de faire un rapide calcul pour réaliser comment cela peut s'avérer problématique. En effet, l'objectif de taille du fonds est d'atteindre un montant total compris entre 200 et 250 millions d'EUR. 149 actionnaires devraient donc rassembler cette somme. Cela signifie clairement qu'ImpaktEU n'est accessible qu'à des gros investisseurs de type institutionnels ou à des riches familles ou individus. Étant donné que nous sommes dans le cadre d'un investissement à impact, il est important de comprendre que cet investissement ne pourra pas dépasser un certain pourcentage du portefeuille de l'investisseur. Par souci de sécurité, les investisseurs institutionnels sont souvent prudents et diversifient leurs investissements. Pour pouvoir investir un ticket minimum d'approximativement un million d'EUR dans ImpaktEU, il faut que l'investisseur possède un portefeuille total nettement

supérieur à ce montant. On se retrouve dès lors dans une situation où le nombre potentiel d'investisseurs se restreint fortement.

### 3.2.2 Durée

ImpaktEU est un fonds fermé d'une durée totale de 12 ans. Il prévoit également deux périodes de deux ans de prolongation afin de pouvoir choisir le moment optimal pour sortir de ses investissements. Ces stratégies de sortie sont prévues pour la partie de capitaux propres du fonds. Contrairement à de la dette, les capitaux propres ne prévoient pas de remboursements périodiques et le gain de l'actionnaire est réalisé sur la plus-value obtenue par la croissance de la valeur des actifs détenus dans la société. Autrement dit, il faut être patient, accompagner l'entreprise dans sa croissance et choisir le bon moment pour sortir du capital de la société. La stratégie de sortie doit être réalisée avec précautions dans le cadre d'un investissement à impact. Une sortie prématuée pourrait être lourde de conséquences pour le bénéficiaire si celui-ci n'est pas parvenu à grandir et atteindre ses objectifs. Cela mettrait en péril l'essence même du fonds qui est de générer le plus d'impact possible. De plus, si l'entreprise atteint ses objectifs de croissance personnels, cela signifie également un meilleur retour sur investissement pour ImpaktEU.

Un fonds fermé signifie qu'il n'est pas liquide durant l'entièreté de la durée d'investissement. De plus, une fois la période de récolte des fonds terminée, il ne peut plus y avoir de nouveaux investisseurs dans le fonds. Seuls les investisseurs peuvent s'échanger les titres entre eux. Il y a donc potentiellement 149 investisseurs qui pourraient s'échanger librement les titres durant la vie du fonds. Aucun acteur externe n'assure la liquidité du fonds et n'occupe le rôle de « *market maker* ». En pratique, si un investisseur souhaite vendre ses titres, il doit nécessairement trouver une contrepartie qui accepte de les racheter. En l'absence de contrepartie, il n'est donc pas possible de vendre ses titres ce qui les rend illiquides. Ce manque de liquidité a été fréquemment souligné lors de nos entretiens. Il apparaît que de nombreux acteurs rechignent à l'idée de bloquer des fonds pour une durée de 12 ans.

La barrière identifiée ici est **l'horizon temporel**. L'horizon temporel qui rappelons-le, est perçu comme long par les répondants. En plus de la durée, il y également le manque de liquidité du fonds sur cette période et l'implication nécessaire durant la vie du fonds qui posent problème. Pour atténuer cette barrière liée à la durée d'investissement considérée comme longue pour de nombreux investisseurs institutionnels, ImpaktEU propose une fenêtre de liquidité à la 8<sup>ème</sup> année du fonds. Les investisseurs recevront l'opportunité de sortir du fonds en touchant l'entièreté de leurs intérêts pour les huit premières années. Cette sortie anticipée se fait néanmoins sous certaines conditions et ne pourra être exercée par tous les investisseurs car cela entraînerait beaucoup de complications et obligeraient les gestionnaires du fonds à se désinvestir trop tôt de certaines lignes d'investissement mettant ainsi en péril les bénéficiaires. Les conditions de sortie n'étant pas encore clairement définies

à l'heure actuelle, elles seront restreintes afin d'en limiter le nombre. Malgré ces restrictions, cette possibilité permet d'offrir une sortie de secours aux investisseurs qui auraient besoin de liquidités. Enfin, cette possibilité a le mérite d'en rassurer certains.

Malgré les problèmes que cette durée d'investissement crée pour les investisseurs, elle constitue également une force du fonds. Cette durée de 12 ans n'a pas été choisie au hasard par les gestionnaires du fonds. Celle-ci a été déterminée sur la base de la durée moyenne d'un prêt aux bénéficiaires. Il faut compter environ 4 ans pour que le prêt puisse être utile et remboursé. Le fonds étant majoritairement composé de dette, il est logique que la durée de celui-ci ait été décidée sur la base de ces cycles. Cette durée de 4 ans est donc considérée comme optimale pour avoir un impact important et le choix de réaliser 3 cycles de 4 ans permet d'augmenter la rentabilité du fonds et donc l'attractivité de celui-ci auprès des investisseurs. De plus, la partie « capitaux propres » nécessite une durée relativement longue afin de pouvoir être profitable et dégager le niveau de rendement espéré. Cette durée d'investissement montre une certaine **professionnalisation de l'investissement**. Rien ne semble laissé au hasard et cela permet de garantir un rendement sociétal et économique optimal. Néanmoins, nous ne sommes jamais à l'abri d'une crise quelconque qui viendrait impacter négativement le projet ImpaktEU sur cette période de 12 ans. La crise du Covid-19 est un exemple type de ce genre de phénomène imprévisible.

Étant donné que la durée moyenne d'investissement pour les investisseurs institutionnels à long terme correspond à la durée de vie d'ImpaktEU, on peut estimer que la durée en tant que telle n'est pas le problème. ImpaktEU semble être une proposition dans l'air du temps selon le rapport de l'OCDE de Croce, Stewart et Yermo (Croce, Stewart, & Yermo, 2011). Ce qui est plus problématique c'est le manque de liquidité qui reste tout de même une préoccupation majeure pour les investisseurs institutionnels à l'heure actuelle. Dans l'ensemble, ImpaktEU n'offre pas encore une solution suffisante pour lever la barrière liée à l'horizon temporel.

### 3.2.3 Rentabilité attendue

Les objectifs de rentabilité attendue pour ImpaktEU se situent entre 2,5% et 3,5%, nets de frais. Cet objectif de rentabilité se base sur l'expérience préalable d'Inpulse. La société a déjà lancé quatre fonds similaires à ImpaktEU qui investissent dans la microfinance. Bien que la taille de ces fonds soit beaucoup plus petite avec un portefeuille total de 58 millions d'EUR, il s'agit de la meilleure référence qui existe. De plus, il est important de préciser que ces objectifs de rendement sont très conservateurs selon les gestionnaires.

L'objectif premier du fonds à impact n'est pas le rendement bien que celui-ci soit tout de même nécessaire pour que le fonds puisse être lancé. La rentabilité joue un rôle important à deux niveaux pour ImpaktEU. Premièrement, il s'agit d'un argument commercial important.

Même si le fonds n'est pas aussi rentable que les autres investissements des investisseurs institutionnels, il est tout de même important de rémunérer le risque pris. Deuxièmement, il est important que le fonds dégage des bénéfices pour prouver que l'entrepreneuriat social et la microfinance sont des secteurs d'activités viables et ne relèvent pas seulement de la philanthropie. Tel est le pari de FFG et Inpulse.

ImpaktEU se présente comme un fonds avec un profil de risque modéré grâce à sa forte diversification et sa décorrélation avec les marchés traditionnels. En effet, selon l'expérience d'Inpulse, ce type de produit d'investissement est peut-être moins rentable mais permet de diversifier un portefeuille. Lorsque les marchés financiers ne performent pas bien, les fonds d'Inpulse n'ont jusqu'à ce jour que faiblement suivi cette trajectoire offrant ainsi une possibilité de diversification de portefeuille intéressante (Blondeau, 2021).

**Ce problème de risque et de rendement observé s'inscrit à nouveau dans le cadre de la barrière de professionnalisation.** Une gestion professionnelle garanti un niveau de risque plus faible ce qui rend le couple risque/rendement du fonds plus attrayant.

Regardons à présent où se situe le rendement annuel proposé par ImpaktEU par rapport à des indices de référence des marchés. Le rendement annuel réalisé par différents types de fonds repris dans l'article de Thune est clairement supérieur à celui d'ImpaktEU (THUNE, 2021). Il est évident qu'investir dans ce fonds à impact constitue un sacrifice de rendement financier. Néanmoins, le marché obligataire étant une forme de dette, c'est celui qui se rapproche le plus d'ImpaktEU. Pour le niveau de risque modéré affiché par le fonds et sa force de diversification, le rendement attendu offre tout de même une opportunité d'investissement intéressante.

Il est compliqué de trouver des sources fiables pour comparer le rendement attendu d'ImpaktEU avec d'autres fonds d'investissement à impact. En passant en revue divers articles scientifiques, on constate que la notion d'investissement à impact n'est pas toujours comprise de la même manière. Certains répondants ont souligné l'existence d'un « *trade off* » entre impact et rendement. Au plus on cherche à générer de l'impact, au plus la rentabilité sera faible et inversement. Pour comparer des fonds à impact il faut connaître le niveau d'impact que celui-ci cherche à générer, ce qui n'est pas évident.

Ensuite, tous les investisseurs institutionnels n'ont pas le même degré d'attention au rendement. Prenons le cas de la SFPI. Il s'agit d'un investisseur institutionnel public qui a pour but de financer l'économie belge et de soutenir les projets avec une finalité sociale. L'objectif premier de cet acteur n'est donc pas le rendement mais bien l'impact qu'il va pouvoir générer sur l'économie belge et le développement durable de celui-ci. C'est dans ce cadre-là que la SFPI a accepté de prendre le rôle de « *seeder* » d'ImpaktEU. Un « *seeder* » est une personne ou une entité qui joue le rôle d'investisseur initial d'un fonds. Dans le cas d'ImpaktEU, la SFPI

a accepté de prendre ce rôle et d'investir les 10 premiers millions d'EUR sous réserve que l'équipe de gestion parvienne à rassembler 20 millions d'EUR provenant d'autres sources. En acceptant ce rôle de « *seeder* », la SFPI accepte de jouer son rôle d'acteur public mais souhaite tout de même que d'autres acteurs, dont des acteurs privés, investissent dans ImpaktEU. La SFPI recherche un certain équilibre entre public et privé dans le cadre de l'investissement à impact. Selon de nombreux répondants aux entretiens, il est très difficile d'imaginer qu'ImpaktEU puisse ne dépendre que de fonds privés ou publics. Il faut nécessairement une mixité.

Dans l'ensemble, même si la rentabilité attendue du fonds n'est pas dérisoire compte tenu du fait qu'il s'agit d'un fonds de dette à impact, les investisseurs institutionnels qui décident de se lancer dans le fonds ont une volonté claire de faire de l'impact. La rentabilité reste toujours une préoccupation majeure aujourd'hui et les investissements à impact ne sont pas compétitifs sur ce point-là.

En conclusion, ImpaktEU offre un rendement plus faible que d'autres investissements réalisés par les investisseurs institutionnels mais il reste relativement intéressant et a le mérite de prouver la viabilité du projet. Cependant, **il n'offre pas un rendement suffisant pour attirer tous les investisseurs institutionnels.** Seuls ceux qui ont la volonté de faire de l'impact se laisseront séduire par le projet.

### 3.2.4 Commercialisation

ImpaktEU est un produit d'investissement qui doit être vendu auprès de potentiels investisseurs et donc sa commercialisation est très importante. Comme nous l'avons déjà constaté précédemment, ImpaktEU est un fonds à impact pouvant accueillir un nombre limité d'investisseurs et est un fonds fermé sur une période de 12 ans (cf. supra p.45). Le profil de ce fonds fait qu'il faut démarcher les investisseurs potentiels et parvenir à leur démontrer qu'il s'agit d'une belle opportunité d'investissement.

Commercialiser c'est donc l'action par laquelle on va mettre un produit à disposition des clients. Pour commercialiser un produit il faut bien connaître son marché afin de savoir où et comment vendre son produit. Les cibles principales du fonds étant les investisseurs institutionnels, force est de constater que ceux-ci ont quelques barrières qui les retiennent d'investir dans ce type de produit. La méthode utilisée pour commercialiser ImpaktEU est donc importante pour tenter de « casser » certaines barrières et initier le dialogue avec les investisseurs institutionnels. Voyons à présent quelles sont ces barrières qui pourraient être levées par la méthode de commercialisation et de communication du fonds ImpaktEU.

**Le défi de l'équipe de gestion d'ImpaktEU dans son approche commerciale est d'informer et sensibiliser les investisseurs institutionnels afin de changer leur mentalités et de les**

**informer sur le vide institutionnel européen en matière de financement de microfinance et d'entrepreneuriat social.** Il s'agit également de les rassurer quant aux risques et à la rentabilité du fonds. Pour ce faire, voici l'approche commerciale choisie par l'équipe de gestion. Premièrement, il y a un gros effort de démarchage. Il faut identifier des cibles potentielles qui pourraient être intéressées et convaincues par le produit. Ensuite, il faut rencontrer les investisseurs pour leur présenter le fonds avec ses différents objectifs et caractéristiques techniques.

Regardons à présent de plus près comment cette présentation commerciale se déroule et dans quelle mesure celle-ci se montre convaincante pour abaisser les barrières identifiées. La présentation commence par des constats sociaux et environnementaux. Certains chiffres clés sont cités afin d'attirer l'attention de l'investisseur sur le besoin urgent d'agir. Une illustration de ces constats est entre autres le niveau de pauvreté et d'exclusion sociale en Europe. Les chiffres sont interpellant car 16,8% de la population européenne courent un risque de pauvreté et d'exclusion sociale ce qui représente tout de même 75 millions de personnes. Ces constats et ces chiffres permettent de casser le mythe de l'eldorado européen. ImpaktEU a pour mission d'agir localement en Europe car contrairement à ce que l'on pourrait penser, il y existe également un besoin d'agir.

La présentation continue sur les enjeux économiques avec les répercussions importantes attendues suite à la crise du Covid. Ensuite viennent les solutions existantes pour agir et inverser la tendance des constats énoncés. L'approche choisie par les gestionnaires est une approche positive et ne veut pas se montrer démoralisante. Ils mettent donc l'accent sur ces solutions qui existent et qui sont en fait incarnées par les projets d'entrepreneuriat social et de microfinance. L'idée est ainsi de dire : nous avons des problèmes mais les solutions existent déjà, elles manquent simplement de financement pour avoir plus d'impact. Cette approche semble attirer l'attention des investisseurs qui découvrent souvent l'ampleur des phénomènes que sont l'entrepreneuriat social et la microfinance ainsi que leurs effets positifs. Les investisseurs sont par exemple surpris d'apprendre qu'il existe déjà plus de 2 millions d'entreprises sociales en Europe, soit 10% des entreprises, mais que ce sont aussi les plus petites entreprises. Cette partie de la présentation aborde également le volume d'écart de financement existant.

Ensuite, la présentation aborde des aspects plus techniques du fonds et c'est souvent la partie qui intéresse le plus les investisseurs. Le premier thème abordé est celui de la mesure d'impact afin de montrer qu'il s'agit là de la priorité du fonds. Pour mesurer l'impact, Inpulse a déjà mis sur pied un modèle qui repose sur les Objectifs de Développement Durable (ODD) des Nations Unies. Ensuite sont abordées les différentes cibles d'investissement et la diversification des lignes d'investissement. Afin d'illustrer ceci, les gestionnaires utilisent des exemples concrets en montrant leurs cibles d'investissement ainsi que les bénéficiaires finaux qui se cachent derrière ces projets. Cela permet d'humaniser et de rendre concret l'objectif

du fonds et les personnes qui en seront directement impactées. Vient ensuite une présentation de l'équipe de gestion et de leurs expériences respectives ainsi que les détails techniques du fonds et sa rentabilité attendue.

L'objectif de cette présentation est d'informer les investisseurs sur l'urgence de la situation dans laquelle nous sommes aujourd'hui, tout en abordant cela de manière constructive, en proposant des solutions et en justifiant pourquoi ces solutions seraient les bonnes. Cette approche peut avoir un impact positif et permet peut-être de briser certaines idées préconçues notamment sur le risque et la rentabilité d'ImpaktEU. Cela permet également de sensibiliser les investisseurs et de les informer sur l'état de la situation actuelle en Europe.

Bien que cette approche semble interpeler les investisseurs et susciter leur intérêt, elle ne semble néanmoins pas suffisante pour changer les mentalités et convaincre les investisseurs de souscrire à un ticket. Il est bien évidemment très compliqué d'évaluer l'impact réel de cette démarche commerciale. Ce raisonnement se base sur de multiples observations réalisées lors d'un stage en entreprise au sein de l'entreprise FFG, co-gérant du fonds ImpaktEU. Comme nous l'avons mentionné précédemment en abordant la problématique de la rentabilité (cf. supra p.63), un investisseur qui ne souhaite pas faire de l'impact sera très difficilement convaincu par la proposition ImpaktEU.

Ensuite, le fait de commercialiser ImpaktEU et de solliciter un grand nombre d'investisseurs institutionnels pour lever des fonds permet de mettre en lumière le vide institutionnel existant. En présentant l'écart de financement et en expliquant la raison d'être du fonds qui est d'aider les petits/moyens financeurs de microfinance et d'entrepreneuriat social à grandir, le fonds espère répondre à une demande qui n'est pas correctement rencontrée dans l'état actuel de la situation en Europe.

**Malgré qu'ImpaktEU semble être une solution intéressante, elle ne suffit pas à résoudre cette barrière de manque de vide institutionnel ressenti et ne suffit pas non plus à changer les mentalités des investisseurs.** Quand bien même la démarche commerciale ne suffit pas à éliminer ces deux barrières, cela permet tout de même de donner de la visibilité au projet. Si ImpaktEU est un succès, cela servira d'argument solide lors d'une approche commerciale future.

En conclusion, nous ne pouvons mesurer exactement l'influence de la démarche commerciale sur les mentalités et autres idées préconçues ni sur sa capacité à lever le voile sur le vide institutionnel. Nous ne pouvons dès lors pas conclure que le fonds lève de façon évidente à ces barrières.

### 3.2.5 Stratégie d'investissement

Lorsqu'on parle de stratégie d'investissement on fait référence au niveau de risque et de rendement souhaité mais également à des objectifs et intérêts qui sont propres à chaque investisseur ou fonds. ImpaktEU est très clairement un cas avec un gros parti pris au niveau de son objectif d'impact sociétal, ce qui a bien évidemment des répercussions importantes sur le niveau de risque et de rendement recherché par le fonds.

Différents éléments de la stratégie d'investissement d'ImpaktEU ont déjà été repris dans les chapitres précédents de cette analyse. Nous ne rentrerons donc pas dans le détail de ceux-ci mais revenons dessus rapidement. L'élément central de la stratégie d'investissement d'ImpaktEU est indéniablement la recherche d'impact sociétal positif. Dans le respect de cette mission d'impact on retrouve ensuite différents éléments de stratégie d'investissement qui sont censés réconcilier les investisseurs avec la notion d'investissement à impact. Cette notion, encore vague et méconnue pour beaucoup d'investisseurs institutionnels, est associée à beaucoup de risques et très peu de rendement. Néanmoins, ImpaktEU se positionne comme un fonds avec un profil de risque modéré et un niveau de rendement relativement faible mais qui peut être considéré comme acceptable pour le niveau de risque et le rendement extra financier attendu.

Pour diminuer le risque et offrir un certain rendement, l'équipe de gestion prévoit de sélectionner ses investissements avec beaucoup de précautions. Chaque cible potentielle sera évaluée pour voir si elle est alignée avec les valeurs d'ImpaktEU et fera l'objet d'une « *due diligence* » afin de vérifier que les informations communiquées par les cibles sont correctes et que la décision d'investissement se base uniquement sur des informations valables.

Ensuite, l'équipe de gestion prévoit de construire un portefeuille varié composé d'acteurs originaires de toute l'Europe. Comme nous l'avons constaté dans la revue de littérature (cf. supra p.36), le marché européen de la microfinance et de l'entrepreneuriat social est très fragmenté. Nous avons notamment constaté que la taille et le niveau de développement plus faible de la microfinance et de l'entrepreneuriat social à l'Est de l'Europe permettaient aux investisseurs d'espérer un niveau de rentabilité nettement supérieur à ce qu'on connaît à l'Ouest. Bien entendu, l'objectif premier reste l'impact, ce pourquoi la constitution du portefeuille se basera principalement là-dessus mais bénéficiera de cette diversification pour augmenter la rentabilité et attirer des investisseurs.

La stratégie d'investissement d'ImpaktEU dans son ensemble montre un effort de **professionnalisation de l'investissement à impact**.

Nous avons également souligné **l'horizon temporel** de la stratégie d'investissement et avons justifié le choix de cette « longue durée ». En matière d'impact, il est très fréquent de se retrouver dans une logique de longue durée. Cette déconnection entre la nature spéculative des marchés actuels et les besoins long terme de notre société a déjà fait l'objet de nombreuses études. Actuellement, notre marché est constitué de « *price takers* » à court terme. C'est-à-dire qu'ils ne souhaitent pas influencer le court de la valeur mais juste profiter des variations à court terme de celles-ci. Pourtant, selon les auteurs du livre « *Sustainable investing* », les investisseurs institutionnels devraient commencer à se positionner comme des « *value makers* » sur le long terme (Krosinsky & Robins, 2008). Nous observons actuellement des signes encourageants qui montrent que de plus en plus d'acteurs commencent à changer leur stratégie d'investissement. En outre, il est fréquemment souligné qu'investir de manière responsable à long terme est la meilleure manière de prévenir toute une série de risques qui pourraient mettre à mal la stabilité de notre système économique (Krosinsky & Robins, 2008). ImpaktEU offre donc une possibilité d'investissement long terme aux investisseurs institutionnels mais le manque de liquidité reste tout de même problématique pour les investisseurs.

La stratégie et le positionnement d'ImpaktEU semblent donc être en accord avec les besoins actuels mais à nouveau, les **mentalités et les idées préconçues** qui ont été identifiées mettent du temps à changer et la création d'un fonds ne peut pas les changer de lui-même.

On notera également que la stratégie d'investissement d'ImpaktEU qui consiste en grande partie à financer les petits intermédiaires de l'entrepreneuriat social et de la microfinance permet de résorber le vide institutionnel identifié. ImpaktEU appartient à cette nouvelle catégorie d'acteurs privés qui n'ont pas pour volonté de dégager des bénéfices mais souhaitent faire de l'impact tout en étant autonome. Si le fonds permet de résorber l'écart de financement, il ne permet pas entièrement de lever l'absence de vide institutionnel ressenti par les acteurs institutionnels. La collecte de fonds est dès lors un exercice difficile pour l'équipe de gestion du fonds puisqu'il ne semble pas évident pour tous les investisseurs qu'il existe un besoin de financement malgré la présence d'institutions publiques.

### 3.2.6 Reporting

Le reporting est toujours une étape importante de la vie d'un fonds. Chaque investisseur souhaite connaître la performance du fonds dans lequel il est investi. Le reporting joue un rôle d'autant plus important dans le cadre d'un fonds à impact. La rentabilité n'étant pas l'objectif premier de ce type de fonds, il faut parvenir à mesurer l'impact sociétal de celui-ci. On remarque aujourd'hui un engouement croissant pour l'investissement à impact et il devient donc important de continuer les efforts de différenciation de ces fonds par rapport aux fonds dits « classiques » qui visent une maximisation du retour sur investissement. Être totalement transparent et savoir communiquer sur les impacts liés à l'investissement

semblent être une stratégie de communication très efficace selon Othmani, Gharbi, Rédis et Sahut (Gharbi, Gharbi, Rédis, & Sahut, 2013). L'étude de la performance sociale revient fréquemment dans la littérature actuelle et on entend souvent parler de la « *double bottom line* » qui consiste à trouver un certain équilibre entre performance financière et sociétale (Gharbi, Gharbi, Rédis, & Sahut, 2013).

D'autres travaux de recherche soulignent cependant la difficulté de l'exercice de mesure d'impact. La relation de cause à effet entre l'existence d'un fonds et l'impact sociétal s'avère particulièrement compliquée à prouver selon Naudet, Delarue et Bernard (Naudet, Delarue, & Bernard, 2012). Malgré que les mesures d'impact ne soient pas encore optimales, tous semblent s'accorder sur le fait qu'elles sont très importantes pour le développement des investissements à impact.

L'évaluation de l'impact se définit de la manière suivante : « *effets à long terme, positifs et négatifs, primaires et secondaires, induits par une action de développement, directement ou non, intentionnellement ou non* » (CAD/OCDE, 2002).

Mesurer l'impact permet aux fonds d'être redevables quant à leur impact. Ils doivent pouvoir rendre des comptes aux investisseurs (Naudet, Delarue, & Bernard, 2012).

ImpaktEU dispose d'une mesure d'impact qui est la « *social scorecard* » d'Inpulse. Cette mesure d'impact sert de référence pour les décisions d'investissement du fonds. Elle offre un aperçu immédiat des performances sociales d'un bénéficiaire potentiel. Cet outil permet aux décideurs de choisir les investissements qui sont les plus alignés avec les objectifs du fonds. Cette mesure d'impact se base sur 30 indicateurs qualitatifs et quantitatifs clés et permet d'obtenir un score unique au final. Il y a également un « *dashboard* » qui permet de mesurer l'évolution de ces indicateurs. Les indicateurs sont basés sur les (ODD) de l'Organisation des Nations Unies.

L'équipe de gestion du fonds a bien cerné le besoin de rendre des comptes aux investisseurs et de parvenir à chiffrer les impacts sociétaux du fonds. La « *social scorecard* » d'Inpulse est un outil qui a déjà été utilisé pour d'autres fonds de la société et qui a été perfectionné au fil du temps. Néanmoins, l'équipe de gestion semble intéressée par des partenariats pour les aider à développer d'autres mesures d'impact. Lors de mon stage, nous avons notamment pris contact avec l'entreprise de consultance et d'audit PwC qui dispose d'un département ESG afin de voir si elle peut les aider à mettre en place d'autres mesures d'impact.

Ces efforts engagés dans l'exercice de la mesure d'impact contribuent clairement à une **professionnalisation de l'investissement**. La redevabilité est un élément clés d'une gestion professionnelle.

Notons également que de bonnes mesures d'impact contribuent à faire évoluer les mentalités. Le fait de pouvoir prouver, avec des indicateurs et des chiffres, l'impact d'un fonds comme ImpaktEU, est un argument commercial très intéressant et à même de convaincre des investisseurs institutionnels. Il est compliqué de juger à quel point cette mesure d'impact pourra atténuer la barrière mentale identifiée mais on peut espérer que l'impact sera positif.

### 3.3 Vue d'ensemble des résultats obtenus

Nous allons à présent reprendre les différentes barrières identifiées lors des entretiens dans un tableau récapitulatif et analyser celles qui peuvent être considérées comme levées par ImpaktEU ou non. Pour ce faire, nous utiliserons un code de couleur qui représente le degré selon lequel le fonds lève la barrière ou non. Le vert signifie qu'ImpaktEU apporte une réelle solution à la barrière identifiée, ce qui devrait donc en faire un élément déterminant pour impliquer les investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe. Le orange signifie qu'ImpaktEU apporte des éléments de solution à la barrière mais que cela ne suffit pas en tant que tel et qu'il est compliqué de déterminer dans quelle mesure le fonds lève la barrière.

Tableau 4 : Récapitulatif des barrières levées

	Contexte institutionnel	Horizon temporel	Professionnalisation	Taille/granularité	Vide institutionnel	Mentalités/croyances
Structure légale						
Durée		Orange	Vert			
Rentabilité attendue			Orange			
Commercialisation					Orange	Orange
Stratégie d'investissement			Vert			Orange
Reporting			Vert			Orange

La barrière de taille/granularité est l'une des barrières les plus importantes selon les répondants à laquelle ImpaktEU semble apporter une solution très concrète. En occupant le rôle d'intermédiaire, l'OPCVM ImpaktEU met en relation des investisseurs institutionnels avec des financeurs d'entrepreneuriat social et de microfinance. Sans le fonds, nous avons vu que les relations entre petits et très grands acteurs étaient compliquées voire impossibles dans la plupart des cas. La barrière semble effectivement levée malgré que seul un aspect du fonds y répond.

Une deuxième barrière apparaît assez clairement comme levée par le fonds. Il s'agit de la barrière liée à la professionnalisation de l'investissement. Comme nous l'avons constaté à de multiples reprises dans l'analyse des résultats obtenus, ImpaktEU professionnalise l'investissement à impact à divers égards. Premièrement, nous avons l'expérience de l'équipe de gestion. Il n'existe pas de fonds comme ImpaktEU à l'heure actuelle en Europe si ce n'est les fonds lancés par le gestionnaire Inpulse, soit le co-gérant d'ImpaktEU. D'autres mécanismes mis en place assurent une gestion professionnelle comme nous l'avons constaté avec le système de « *performance fees* ». Un aspect essentiel de la gestion professionnelle du fonds est la gestion du risque. Les secteurs de la microfinance et de l'entrepreneuriat social étant considérés comme risqués, il est extrêmement important d'assurer une gestion responsable du risque. C'est ce qu'ImpaktEU fait en diversifiant fortement son portefeuille et en s'assurant que chacun de ses investissements corresponde avec les objectifs d'impact du fonds. La tentative de meilleure communication et de reporting démontre également une volonté d'assurer une gestion plus professionnelle et transparente.

Concrètement, par rapport aux avis exprimés par les répondants des entretiens, ImpaktEU semble apporter des nombreux éléments de réponse à cette barrière liée au manque de professionnalisation de l'investissement à impact.

Bien qu'il s'agisse d'une barrière relativement compliquée à influencer, on notera tout de même qu'ImpaktEU paraît avoir un peu d'influence quant à la barrière liée aux mentalités et croyances que peuvent avoir les investisseurs institutionnels. C'est une barrière très complexe qui attire à des biais mentaux et qui est donc très difficile à évaluer. Néanmoins les efforts en terme de communication, de transparence et de reporting mis en place par l'équipe de gestion ne sont pas négligeables et même s'il est difficile d'en percevoir les effets immédiats, nous pouvons considérer que cela a un impact positif sur les mentalités et croyances. Une autre raison qui indique que les efforts mis en place peuvent payer est que la population européenne est de plus en plus impliquée dans l'investissement à impact et la microfinance et l'entrepreneuriat social connaissent un réel gain en intérêt du grand public ces dernières années. Selon certains répondants, il faudra encore quelques années avant que cet engouement ne résonne auprès des investisseurs institutionnels mais c'est probablement grâce à des initiatives comme ImpaktEU que cela pourra éventuellement arriver à terme.

On remarque également que la barrière d'absence de vide institutionnel ressentie n'est pas levée. Malgré les efforts mis en place par l'équipe de gestion, il semblerait que les investisseurs institutionnels ne ressentent toujours pas ce vide ce qui les empêche donc de se lancer dans ce type d'investissements. Selon eux, il existe suffisamment d'institutions publiques nationales et européennes qui disposent de moyens pour combler le manque de financement auquel la microfinance et l'entrepreneuriat social européen font face.

Enfin, ImpaktEU ne peut pas changer le contexte institutionnel. Seuls les politiques ont le pouvoir de mettre en place de nouvelles législations pour motiver les investisseurs institutionnels à investir dans la microfinance et l'entrepreneuriat social. Le lancement d'un fonds comme ImpaktEU à de l'intérêt car il met en lumière l'existence d'un besoin ce qui peut avoir de l'influence sur les décisions politiques.

Au final, sur les trois barrières centrales du « diamant » présentées au début de l'analyse qui reprend les barrières exprimées par les répondants, seules deux d'entre elles peuvent être considérées comme directement levées par ImpaktEU. Ces deux barrières sont : la professionnalisation de l'investissement et le problème de taille/granularité. Il est intéressant de souligner que ces deux barrières sont également celles qui ont été le plus souvent soulevées par les répondants lors des entretiens. Il s'agit en quelque sorte des barrières principales à l'investissement des investisseurs institutionnels dans la microfinance et l'entrepreneuriat social européen.

Les barrières liées aux individus semblent quant à elles plus compliquées à lever car elles dépendent d'une multitude de biais cognitifs et mentaux complètement indépendants du fonds ImpaktEU. Même si le fonds ne lève pas ces deux barrières, il semblerait qu'il ait tout de même un effet positif qui devrait s'accentuer dans la mesure où ImpaktEU serait un succès.

### 3.4 Propositions d'améliorations

Jusqu'à présent nous avons analysé comment et dans quelle mesure ImpaktEU était une manière efficace de lever les différentes barrières au financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe par les investisseurs institutionnels. ImpaktEU apparaît comme une solution intéressante mais ne permet tout de même pas de lever toutes les barrières identifiées.

Lors des entretiens effectués dans le cadre de ce travail de recherche qualitatif, nous avons également demandé aux répondants comment le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social pourrait être développé et qui serait responsable de mettre ces moyens en place ? Bon nombre de réponses ne concernent bien évidemment pas ImpaktEU et ne seront dès lors pas abordées dans cette partie. Certains aspects seront néanmoins abordés plus loin dans la dernière partie sur les implications du mémoire.

Dans cette partie, nous nous concentrerons sur les réponses qui peuvent s'appliquer au cas d'ImpaktEU et, dans le tableau récapitulatif des résultats obtenus, nous nous focaliserons plus spécifiquement sur les barrières qui n'ont pas ou n'ont été que partiellement levées par ImpaktEU. L'objectif étant de déterminer comment, selon les répondants, le fonds ImpaktEU pourrait être amélioré. Le fonds est une première en son genre et on peut penser que si celui-

ci s'avère être un succès, d'autres fonds similaires verront le jour. Voyons comment cet hypothétique successeur d'ImpaktEU devrait se présenter selon les répondants.

Afin d'identifier les différentes propositions de solutions, nous avons fait appel à la même méthodologie que pour l'identification des barrières, à savoir le codage des entretiens. A nouveau, nous partons de citations des répondants pour finalement arriver à cinq codes sélectifs.

Tableau 5 : Propositions de solution pour améliorer ImpaktEU

Code Sélectif	Code Axial
<b>Incitants fiscaux/support public</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Adaptation de la législation</li> <li>• Mise en place d'incitants fiscaux</li> <li>• Garanties étatique/européennes</li> <li>• Subsides</li> </ul>
<b>Communication/commercialisation</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Améliorer l'approche commerciale et la communication</li> <li>• Former les investisseurs</li> <li>• Lobbying</li> </ul>
<b>Structure/ stratégie du fonds</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Fonds evergreen</li> <li>• Green microfinance</li> <li>• Modifier l'horizon temporel</li> </ul>
<b>Spectre d'investisseur</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Élargir le spectre d'investisseur</li> </ul>
<b>Mesure d'impact</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Améliorer la mesure d'impact</li> <li>• Établir des critères de mesure d'impact européen</li> <li>• Mesure d'impact personnalisée</li> </ul>

La mise en place **d'incitants fiscaux et le renforcement du support public** sont des éléments qui ont été avancés par la plupart des répondants. Selon eux, le régulateur est de loin l'acteur le mieux placé pour motiver les investisseurs institutionnels à financer des secteurs comme l'entrepreneuriat social et la microfinance. La mise en place d'incitants fiscaux a souvent été abordée au cours des entretiens comme étant la meilleure manière de développer l'investissement à impact. Un autre élément souvent déterminant dans des investissements à impact perçus comme risqués tels qu'ImpaktEU est la mise en place de garanties par les États ou l'Europe. Le système du « *first loss* » par exemple fonctionne généralement très bien puisqu'il garantit aux investisseurs que le garant supportera les premières pertes. Cela diminue plus ou moins fortement le niveau de risque de l'investissement en fonction du montant de la garantie. Certains répondants vont même plus loin en disant : « *non seulement c'est un first loss mais on pourrait faire en sorte que le rendement soit d'abord donné aux privés* ». Ces moyens d'actions qui pourraient être déployés par les États ou l'Europe contribueraient à faire baisser davantage la barrière liée au contexte institutionnel.

Nous ne rentrerons pas dans les détails des possibles incitants ou autres garanties qui pourraient être mises en œuvre car cela ne constitue pas une manière d'améliorer le fonds ImpaktEU. Même si cet aspect législatif s'avère déterminant dans l'implication des investisseurs institutionnels, c'est également complètement indépendant de la volonté des gestionnaires du fonds. Notons tout de même que l'existence et le probable succès du fonds sont essentiels pour inciter les politiques à mettre en place des mesures incitatives et débloquer des garanties. Si le secteur manque de visibilité, il sera compliqué d'impliquer les politiques dans ce type de projets. Nous verrons donc dans ce chapitre une manière pour ImpaktEU de se faire entendre par les politiques afin de débloquer la situation.

En ce qui concerne **la communication et la commercialisation** du fonds, il semblerait qu'il y ait encore du chemin à parcourir. Comme nous l'avons énoncé à plusieurs reprises jusqu'à présent, ImpaktEU avec son projet d'impact est quelque chose de très récent dans le monde de la finance. Comme souvent, nous manquons d'informations et de recul sur ce type d'investissements. Une des meilleures manières d'améliorer le fonds selon plusieurs répondants serait d'améliorer la communication et la commercialisation du fonds.

Il est important de souligner les efforts qui ont déjà été entrepris par l'équipe de gestion du fonds. Comme nous l'avons vu dans la partie sur la commercialisation du fonds (cf. supra p.63), ils prennent le temps de faire l'état des lieux de la situation économique, sociale et environnementale en Europe pour ensuite présenter en quoi ImpaktEU est une solution intéressante à ces problèmes de société auxquels nous sommes tous confrontés. Ils tentent également d'augmenter leur visibilité en participant à des émissions télévisées et en apparaissant dans la presse. Ces efforts sont importants mais ne semblent pas encore suffisants ni déterminants pour décrocher des intentions d'investissement de la part d'investisseurs institutionnels.

Un atout majeur mis en lumière par les répondants est la possibilité de se baser sur la « *succes story* » d'ImpaktEU pour des éventuelles versions futures. Concrètement, si ImpaktEU est un succès, que le fonds atteint ou dépasse ses objectifs de rendement et d'impact, alors l'équipe de gestion disposera d'un argument commercial très fort. Bien entendu, cet argument est conditionné au succès d'ImpaktEU et ne pourra être utilisé que dans un futur lointain.

La deuxième solution proposée par certains répondants des entretiens est la formation des investisseurs. C'est principalement dans le cadre des « Family Offices » que cet argument a fait surface. Les familles fortunées ont depuis toujours investi dans une optique de maximisation de rendement financier et qu'il faut dès lors prendre le temps de leur expliquer qu'il existe à présent d'autres manières d'investir. Ce travail de formation est long mais porte ses fruits. Il serait donc intéressant pour l'équipe de gestion d'ImpaktEU de chercher des partenariats avec des Family Offices pour organiser des ateliers de présentation de leur fonds

à impact. De manière générale, pour tout type d'investisseur institutionnel, il est important de faire connaitre l'investissement à impact et son potentiel.

Enfin, une dernière recommandation émise pour améliorer la communication consiste à regrouper les acteurs du financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. Selon les répondants, « *chaque organisme fait un peu du lobby de son côté et on aurait intérêt à se regrouper et se positionner comme partenaires entre acteurs du secteur* ». Comme souvent, l'union fait la force. En assemblant leurs voix, le message porté par ces acteurs serait plus fort et cela leur permettrait de faire du lobbying auprès des législateurs pour mettre en place divers incitants ou garanties.

Ensuite, certaines recommandations ont également été émises quant à la **stratégie d'investissement**. Une des principales critiques adressée à la microfinance est le manque de plus-value sociétale derrière ces investissements. Bien entendu, il existe une plus-value qui saute aux yeux et qui est celle de la bancarisation des individus ainsi que la sortie d'une situation de précarité des entrepreneurs. Mais il faut encore voir si les activités que ces bénéficiaires exercent ensuite auront réellement un impact positif sur la société. La microfinance traditionnelle a pour mission d'avoir un double impact : un rendement financier et un impact social positif. Parmi ces objectifs, nous ne retrouvons aucune allusion à l'environnement. La proposition de la « *green microfinance* » est d'inclure cette notion de durabilité pour avoir un triple impact qui sera financier, social et environnemental (Forcella, 2013). On constate également un intérêt accru de la part des investisseurs sociaux et des véhicules d'investissement en microfinance dans l'évaluation de l'impact environnemental des IMF (De Bruyne, 2008).

D'après le rapport de Forcella, nous pouvons synthétiser les motivations pour le développement de la « *green microfinance* » selon trois observations. Premièrement, les clients des IMF sont souvent les plus affectés par la dégradation de l'environnement. Ensuite, les pratiques des micro-entrepreneurs peuvent négativement affecter leur environnement local et avoir des répercussions sur la santé et l'éducation locale. Enfin, les IMF sont parmi les seuls intermédiaires qui peuvent avoir une influence directe sur les activités des micro-entrepreneurs (Forcella, 2013).

Dans un monde où les préoccupations environnementales sont tout autant considérées que les préoccupations sociales, il n'est pas étonnant de constater que certains investisseurs aspirent à plus de considérations environnementales de la part des IMF dans leur politique de prêts. C'est pourquoi inclure partiellement ou totalement la « *green microfinance* » dans les cibles du fonds ImpaktEU semble être une proposition intéressante qui devrait conforter davantage les investisseurs dans l'impact positif de leur investissement.

Nous retrouvons également des propositions **d'amélioration de la structure du fonds**. Parmi celles-ci, une possibilité serait d'en faire un fonds evergreen. Les fonds evergreen sont des fonds de capital investissement qui ne possèdent pas de date de clôture. Il revient dès lors aux investisseurs de signaler leur envie de vendre leurs parts à un moment donné s'ils en ressentent le besoin. Le fonds ne liquidera ses positions que si une majorité des investisseurs partagent ce besoin de vendre. Ce type de fonds vise la sécurité plutôt que des rendements immédiats. Sans contrainte de temps pour la sortie, le fonds peut se permettre d'attendre le moment opportun pour sortir de ses positions. Malgré tout, les fonds evergreen ne semblent pas optimaux pour un projet comme celui d'ImpaktEU car ils n'offrent pas plus de liquidité que la forme actuelle du fonds. De plus, selon Christian Waldvogel, les fonds evergreen ne sont intéressants que s'ils investissent dans des entreprises matures et à condition qu'ils versent des dividendes (WALDVOGEL, 2018). Ce n'est pas le cas d'ImpaktEU qui investit dans des petites entreprises en phase de croissance et qui ne peuvent pas se permettre de verser des dividendes.

Un dernier point essentiel qui a été évoqué par de nombreux répondants est celui de **l'horizon temporel**. Nous avons déduit par le code des entretiens que le réel problème n'était pas la durée du fonds mais bien son manque de liquidité. Une manière idéale de résoudre ce problème est de créer un fonds ouvert où les investisseurs pourraient échanger leurs titres quand bon leur semble. Bien que cette solution puisse paraître simple en théorie, elle l'est nettement moins en pratique. Pour qu'un fonds soit liquide, il faut qu'une contrepartie soit prête à assurer le rôle de « *market maker* ». Il faudrait donc trouver un acteur, comme une banque par exemple qui accepterait de jouer ce rôle d'en assumer les contraintes en termes de réserves de liquidité.

Une autre proposition de solution qui est souvent revenue lors des entretiens était de **rendre le fonds accessible à un public plus large**. Le ticket minimum d'ImpaktEU s'élève à 250.000 EUR ce qui représente une somme conséquente pour une très grande partie de la population. Seuls les individus ou les familles les plus fortunés et les investisseurs institutionnels y ont réellement accès. Ouvrir le fonds pourrait être une solution envisageable pour développer le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social mais cette solution ne répond pas à la question de recherche initiale qui concerne les investisseurs institutionnels. C'est pourquoi nous ne l'examinerons pas plus en détail.

Enfin, une dernière recommandation émise par les répondants des entretiens concerne **la mesure d'impact**. Lorsqu'on parle de mesure d'impact, on fait référence à la mesure de la performance extra-financière du fonds. La plupart des investisseurs demandent des mesures d'impact claires afin de distinguer les réels investissements à impact du simple « *greenwashing* ». Comme on peut le constater dans l'article de Popescu, Hitaj et Benetto, la mesure d'impact est un sujet qui est fortement étudié à l'heure actuelle suite à une demande grandissante de mesures d'impact performantes. Une proposition pour améliorer la mesure

d'impact consiste à faire du sur mesure pour les différents investisseurs. Chaque investisseur n'ayant pas spécialement les mêmes objectifs, le fait d'avoir une mesure d'impact plus personnalisable pourrait être un argument intéressant pour séduire les investisseurs institutionnels. Comme le disent les répondants : « *Il y a un enjeu de correspondre aux attentes des programmes qui nous donne les subsides ou pour les investisseurs privés qui nous financent* ».

### 3.5 Conclusion des résultats

Passons à présent à la conclusion des résultats obtenus dans cette troisième partie. La finalité de ce mémoire était d'apporter des éléments de réponse à la question suivante : comment impliquer les investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe ? Pour ce faire, nous avons étudié le cas du fonds ImpaktEU. L'objectif étant de déterminer dans quelle mesure ImpaktEU est une solution efficace pour impliquer les investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe. Pour ce faire, des entretiens ont été conduits avec un panel de répondants actifs dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. La finalité de ces entretiens était de comprendre quelles sont les barrières qui existent actuellement et qui retiennent les investisseurs institutionnels d'investir dans un fonds comme ImpaktEU. En examinant ensuite les composants du fonds, nous avons analysé comment ImpaktEU lève ou tente de lever les barrières identifiées. Enfin, les réponses des répondants aux entretiens ont également permis d'identifier certaines propositions d'améliorations du fonds qui permettraient de lancer une deuxième version de celui-ci plus à même d'impliquer les investisseurs institutionnels.

Les résultats obtenus ne permettent pas d'affirmer qu'ImpaktEU implique davantage les investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social en Europe. En effet, sur les six barrières identifiées, seuls deux sont réellement levées par le fonds : les barrières de professionnalisation et de granularité/taille. Néanmoins, trois barrières sont partiellement levées par le fonds en ce sens qu'il est difficile de mesurer le lien de cause à effet entre le fonds et les barrières. Il s'agit des barrières d'horizon temporel, de vide institutionnel et de mentalités/croyances. L'ultime barrière qui a trait au contexte institutionnel reste quant à elle inchangée par le fonds à impact.

Dans l'ensemble, nous pouvons conclure qu'ImpaktEU est une solution qui motive les investisseurs institutionnels à s'impliquer dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. Toutefois, ce n'est le cas que si ces institutionnels étaient déjà préalablement disposés à réaliser de tels investissements. La solution n'abaissant pas la majorité des barrières identifiées, elle ne semble pas capable de convaincre des acteurs qui n'étaient pas déjà disposés à en faire avant.

Enfin, l'importance de choisir des investissements respectueux de la société évolue rapidement au sein de la population européenne. Il ne faudra dès lors plus attendre trop avant que la tendance se développe également chez les investisseurs institutionnels. Selon les répondants, lorsque cela se produira, il sera primordial que des solutions telles que celle proposée par ImpaktEU soient accessibles. Si l'investissement à impact pouvait bénéficier d'un coup de main de la part du législateur, cette tendance devrait s'accélérer rapidement. Tout cela laisse présager un avenir intéressant pour une solution comme ImpaktEU.

## Partie 4 : Implications et conclusion

Avant de clôturer ce mémoire, nous passerons en revue les limites et les implications de ce travail.

### 4.1 Recul critique et limites

Une première limite identifiée concerne le panel de répondants aux entretiens. L'espace géographique choisi pour délimiter la recherche est celui du continent européen. Pour des raisons pratiques et de temps, la grande majorité des répondants sont des acteurs belges ou français. Néanmoins, nous avons constaté que la microfinance et l'entrepreneuriat social fonctionnaient de manière très différente selon les pays ou zones de l'Europe. Les constats et conclusions tirés des entretiens sont donc à nuancer et ne peuvent pas réellement être étendus à toute l'Europe.

Il est important de préciser que, malgré la diversité des acteurs présents dans l'échantillon des entretiens, chacun relate son expérience personnelle et sa propre opinion sur le sujet. De plus, la majorité des répondants ne sont pas des investisseurs institutionnels. Les barrières que nous avons identifiées sont celles perçues par les acteurs actifs dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. Ce ne sont pas les barrières identifiées par les investisseurs institutionnels eux-mêmes. En s'entretenant avec des acteurs présents à chaque étape de la chaîne de valeurs du financement de l'entrepreneuriat social et de la microfinance, nous avons reçu des réponses plus larges et spécifiques à l'expérience de chacun.

La prochaine limite identifiée concerne la méthodologie du codage des entretiens. Cette méthodologie s'avère très pratique et pertinente dans le cadre d'une recherche qualitative. Elle permet d'analyser le discours d'autrui pour en tirer des conclusions. Néanmoins, l'analyse du discours d'une personne tierce est un exercice qui fait appel à une interprétation personnelle. Même si l'auteur tente d'être le plus impartial possible, il est probable que chaque personne interprète un même discours d'une manière (légèrement) différente. Les

interprétations du discours des personnes interviewées dans le cadre de ce mémoire ne constituent dès lors pas une référence absolue.

## 4.2 Futures recherches

La rédaction de ce mémoire a permis d'apporter des éléments de réponses à la question de recherche initiale. En plongeant en profondeur dans le sujet du financement de l'investissement à impact et plus précisément de la microfinance et de l'entrepreneuriat social, Nous avons également identifié certaines questions qui pourraient faire l'objet de futures recherches.

Ce sont principalement les propositions d'amélioration du fonds ImpaktEU que nous retrouvons dans la troisième partie qui pourraient faire l'objet de futures recherches. Nous ne sommes pas entrés en profondeur dans le sujet du contexte institutionnel qui regroupe les incitants ou autres formes des garanties qui pourraient avoir un impact déterminant pour motiver tous types d'investisseurs à faire de l'impact. Une question intéressante à traiter serait celle de l'impact que pourrait avoir ces différentes mesures prises soit par les États soit par l'Union européenne sur le comportement des investisseurs. Dans la même optique, il serait très intéressant d'étudier la possibilité de mettre en œuvre la mesure des 90-10 existant en France à l'échelle européenne.

*« Les **fonds solidaires**, dits fonds « **90-10** », sont tenus d'investir entre 5 et 10% de leurs actifs dans des organismes agréés comme «entreprises solidaires d'utilité sociale» (ESUS). Cette règle qui est propre aux fonds d'épargne salariale solidaires (FCPE solidaires) a été appliquée, à l'usage, par les gérants de fonds, à tous les autres OPC solidaires (FCP, SICAV) afin de favoriser des règles de gestion homogènes et de présenter des produits plus lisibles pour tous les investisseurs. » (Finansol, 2019).*

Concrètement, ces 5-10% sont dirigés vers trois cibles : les entreprises solidaires, les financeurs solidaires et les fonds de microfinance. On remarque dès lors que les entreprises sociales et les IMF sont les cibles d'investissements des fonds solidaires. Ces fonds se concentrent sur des IMF, comme l'Adie, qui ont une taille suffisamment grande pour accepter leur support. Le problème est que ces fonds n'ont pas accès à la grande majorité des plus petites IMF ou entreprises sociales suite au problème de granularité/taille. Un fonds comme ImpaktEU pourrait être une manière intéressante de rendre accessible tout un nouveau segment d'IMF et d'entreprises sociales à ces fonds 90-10.

Ensuite, ce mémoire se limite à l'implication des investisseurs institutionnels dans le financement de la microfinance et de l'entrepreneuriat social. Il pourrait être intéressant d'aborder cette même thématique en cherchant à comprendre comment motiver les investisseurs non-institutionnels. Il existe une multitude d'entreprises ou de personnes

physiques qui ne disposent pas des moyens qu'ont les investisseurs institutionnels mais qui pourraient être intéressés par l'investissement à impact. Comment pourrait-on les impliquer et que faudrait-il mettre en place pour leur donner accès à ce type d'investissement ? Il pourrait également être intéressant d'étudier qui des institutionnels et des non-institutionnels sont les plus disposés à faire de l'investissement à impact ? Cela remettrait dès lors en question le public cible choisis par ImpaktEU et peut-être faudrait-il alors mettre d'autres moyens en place pour chercher à impliquer un plus large spectre d'investisseurs.

Pour finir, il pourrait être intéressant d'étudier les trois autres propositions d'amélioration du fonds ImpaktEU. Premièrement, de quelle manière pourrait-on améliorer la communication et la commercialisation du fonds et quels seraient les effets sur les investisseurs ? Il en va de même pour le reporting, comment pourrait-il être amélioré et quelles mesures utiliser pour avoir le plus d'impact possible sur les investisseurs ?

Le dernier point concerne la structure du fonds. De prime à bord nous avons vu qu'un fonds evergreen ne semble pas être la meilleure option (cf. supra p.75). Il serait tout de même pertinent de chercher à comprendre pourquoi ainsi que de savoir quelle serait la meilleure forme de fonds pour impliquer des investisseurs institutionnels ?

Le concept de green microfinance fait de plus en plus parler de lui et semble être très prometteur pour la microfinance. Ce concept permettrait-il d'avoir un impact sociétal plus marqué que la simple microfinance et serait-il plus à même d'attirer l'attention d'investisseurs institutionnels ?

### 4.3 Conclusion générale du PSM

L'ensemble du parcours stage et mémoire ont été un réel aboutissement de mes cinq années à l'ICHEC. J'ai pu, pour la première fois, appliquer mes connaissances dans des circonstances réelles et pratiques. Le domaine de la finance et plus particulièrement de la finance éthique et durable aura été le sujet central de mon Master. Ce fut un réel plaisir de terminer mon parcours académique par un stage dans un fonds d'investissement à taille humaine et de pouvoir travailler sur le lancement d'un fonds à impact.

En travaillant sur la prospection de fonds pour ImpaktEU, j'ai été surpris de voir à quel point il est difficile de trouver des investisseurs parmi les institutionnels pour financer le projet. Toutes les personnes contactées qui ont accepté de participer à une réunion de présentation d'ImpaktEU semblaient séduites par le projet. Néanmoins, très peu ont accepté d'investir dans le fonds. Leur intérêt et l'enthousiasme qu'ils avaient pour le projet les poussaient néanmoins à renseigner d'autres investisseurs potentiels à l'équipe de gestion du fonds. Pourtant, le constat était très souvent le même : nous avions affaire à des personnes qui, à

titre individuel, semblaient séduites par le projet mais qui ne semblaient pas disposées à investir dedans en tant qu'acteur institutionnel.

La rédaction de ce mémoire m'a ouvert d'avantage les yeux sur l'état du monde financier tel qu'il est aujourd'hui en Belgique. C'est un secteur qui m'intéressait déjà mais qui me passionne d'avantage maintenant. Je suis en effet convaincu que de grands changements sont à venir. J'aimerais contribuer à faire évoluer la finance et faciliter les changements de mentalités et d'idées préconçues sur les modèles financiers plus inclusifs. La finance est un outil puissant qui pourrait, selon moi, être un vecteur important dans la transition vers un monde plus durable.

Pour toutes ces raisons, le parcours stage et mémoire constitue un bagage important pour moi que j'espère garder à l'esprit durant l'entièreté de ma carrière en vue de devenir un acteur du changement.

## Bibliographie

### Livres et ouvrages

De Bruyne, B. (2008). Summary of Social Performance Indicators Survey. Dans C. Lapenu, B. D. Bruyne, & K. Verhagen, *The role of investors in promoting social performance in microfinance* (pp. 25-31). Luxembourg: European Microfinance Platform. Récupéré de <https://www.financite.be/fr/reference/role-investors-promoting-social-performance-microfinance>

Gharbi, H. O., Gharbi, S., Rédis, J., & Sahut, J.-M. (2013). Reporting social et Microfinance. Dans *Gestion 2000* (pp. 61-78). Association de Recherches et Publications en Management. Doi : <https://doi.org/10.3917/g2000.306.0061>

Karametaxas Xenia, E. (2020). *L'engagement des investisseurs institutionnels*. Genève : Schulthess éditions romandes. Récupéré de <https://archive-ouverte.unige.ch/unige:146912>

Krosinsky, C., & Robins, N. (2008). *Sustainable Investing: The Art of Long-Term Performance* (Vol. 1). London: Routledge. Récupéré de [https://books.google.be/books?hl=fr&lr=&id=mds6doH7qUMC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Sustainable+Investing:+The+Art+of+Long-Term+Performance+Sustainable+Investing:+The+Art+of+Long-Term+Performance&ots=w\\_jMYmAn4b&sig=FJq9vsiGgorhePy\\_26Q4gd2dTao&redir\\_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.be/books?hl=fr&lr=&id=mds6doH7qUMC&oi=fnd&pg=PR5&dq=Sustainable+Investing:+The+Art+of+Long-Term+Performance+Sustainable+Investing:+The+Art+of+Long-Term+Performance&ots=w_jMYmAn4b&sig=FJq9vsiGgorhePy_26Q4gd2dTao&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false)

Morduch, J., & Ogden, T. (2019). The challenges of social investment through the lens of microfinance. Dans M. Hudon, M. Labie, & A. Szafarz, *A Research Agenda for Financial Inclusion and Microfinance* (pp. 12–26). Elgar Research Agendas.

doi : <https://doi.org/10.4337/9781788114226>

Roussel, P., & Wacheux, F. (2005). *Management des ressources humaines Méthodes de recherche en sciences humaines et sociales*. Louvain-la-Neuve, Belgique: De boeck Supérieur. doi : <https://doi.org/10.3917/dbu.rouss.2005.01>

### Articles scientifiques

Achleitner, A.-K., Andreas, H., Abigail, N., Mirjam, S., & Wolfgang, S.-K. (2011). *Social Investment Manual: An Introduction for Social Entrepreneurs*. doi : <https://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1884338>

Bughin, C., Finet, A., & Monaco, C. (2011). L'influence des investisseurs institutionnels sur les orientations stratégiques des entreprises: Le cas de Blue Capital au sein du groupe Carrefour. *La Revue des Sciences de Gestion*, 251, pp. 177-188. doi : <https://doi.org/10.3917/rsg.251.0177>

Çeliki, S., & Isaksson, M. (2013). Institutional Investors as Owners Who Are They and What Do They Do? *OECD Corporate Governance Working Papers*, 11. doi: <https://doi.org/10.1787/5k3v1dvmfk42-en>.

Croce, R. D., Stewart, F., & Yermo, J. (2011). Promoting Longer-Term Investment by Institutional Investors. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 145-164. Récupéré sur <https://doi.org/10.1787/fmt-2011-5kg55b0z1ktb>

DEBORDE, L., MINCZELES, A., & SICARD, J.-P. (2006). Principes de l'investissement responsable : une démarche des grands investisseurs institutionnels sous l'égide des nations unies. *Revue d'économie financière*, 85, 121-132. Récupéré de <https://www.jstor.org/stable/42904329>

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), pp. 15-31. doi: <https://doi.org/10.1177/1094428112452151>

Guérin, I., & Servet, J.-M. (2003). EXCLUSIONS ET LIENS FINANCIERS ; RAPPORT DU CENTRE WALRAS (ÉDITION 2003). *Revue Tiers Monde*(45), 706-711. Récupéré de <https://www.jstor.org/stable/23594361>

Hajar, J., & Abderrazak, E. (2020). Entrepreneuriat social: Genèse et essai de définition. *International Journal of Management Sciences*(3(4)). Récupéré de <https://www.revue-isg.com/index.php/home/article/view/393>

Hermes, N., & Lensink, R. (2007). Impact of Microfinance: A Critical Survey. *Economic and Political Weekly*, 42(6), pp. 462-465. Récupéré de <https://www.jstor.org/stable/4419226>

Hudon, M., Labie, M., & Reichert, P. (2018). What is a Fair Level of Profit for Social Enterprise? Insights from Microfinance. *Journal of Business Ethics*(162), 627-644. doi: <https://doi.org/10.1007/s10551-018-3986-z>

IBENRISSOUL, N. (2013). Analyse du comportement des investisseurs institutionnels selon la littérature. *International Journal of Innovation and Applied Studies*, 2(4), 649-660. Récupéré de <http://www.issr-journals.org/ijias/>

Janssen, F., Bacq, S., & Brouard, F. (2012). L'entrepreneuriat social Un thème pour la recherche passée, présente et future. *Revue internationale P.M.E.*, 25(3-4), pp. 17-44. doi : <https://doi.org/10.7202/1018416ar>

Knorz, D. J., & Brock, P. (2020). Growth of impact investing (in Germany and the European Union) generally and as a consequence of the Covid-19 pandemic. *The International Family Offices Journal*(17). Récupéré de [https://www.philanthropy-impact.org/sites/default/files/downloads/family\\_offices\\_journal\\_17th\\_edition - impact\\_investing\\_peter\\_brock\\_003.pdf](https://www.philanthropy-impact.org/sites/default/files/downloads/family_offices_journal_17th_edition - impact_investing_peter_brock_003.pdf)

Kohn, L., & Christiaens, W. (2014). LES MÉTHODES DE RECHERCHES QUALITATIVES DANS LA RECHERCHE EN SOINS DE SANTÉ : APPORTS ET CROYANCES. *Reflets et perspectives de la vie économique*, 3, pp. 67-82. doi : <https://doi.org/10.3917/rpve.534.0067>

Labie, M. (2004). Microfinance : un état des lieux. *Mondes en développement*, 2(126), pp. 9-23. doi : <https://doi.org/10.3917/med.126.0009>

Lin, J. Y., & Wang, Y. (2017). The new structural economics: patient capital as a comparative advantage. *Journal of Infrastructure*, 1(1), 4-23. Récupéré de [https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2989833](https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2989833)

Mair, J., & Martí, I. (2006). ENTREPRENEURSHIP IN AND AROUND INSTITUTIONAL VOIDS: A CASE STUDY FROM BANGLADESH. *Journal of Business Venturing*, 24(5), 419-435. doi: <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2008.04.006>

Naudet, J.-D., Delarue, J., & Bernard, T. (2012). Évaluations d'impact : un outil de redevabilité ? Les leçons tirées de l'expérience de l'AFD. *Revue d'économie du développement*, 20, 27-48. doi : <https://doi.org/10.3917/edd.264.0027>

Popescu, L-S., Hitaj, C., & Benetto, E. (2021). Measuring the sustainability of investment funds: A critical review of methods and frameworks in sustainable finance. *Journal of Cleaner Production*, 314. Doi : <https://doi.org/10.1016/j.jclepro.2021.128016>

Stievenart, E., & Pache, A.-C. (2014). Evaluer l'impact social d'une entreprise sociale : points de repère. *Revue internationale de l'économie sociale*(331), 76-92. doi : <https://doi.org/10.7202/1023486ar>

Wajid, K., Sun, S., & Ikram, U. (2017). Doing business with the poor: the rules and impact of the microfinance institutions. *Economic Research-Ekonomska Istraživanja*, 30(1), 951-961. doi : <https://doi.org/10.1080/1331677X.2017.1314790>

## Article de revue ou de journal

Pozen, R. C. (1994). Institutional Investors: The Reluctant Activists. *Harvard Business Review*. Récupéré de <https://hbr.org/1994/01/institutional-investors-the-reluctant-activists>

THUNE, K. (2021, 05 18). What Is the Average Mutual Fund Return? *The Balance*. Récupéré de <https://www.thebalance.com/what-is-the-average-mutual-fund-return-4773782>

WALDVOGEL, C. (2018, 09 20). Les fonds «evergreen» ont le vent en poupe. *Bilan*. Récupéré de [https://www.bilan.ch/opinions/christian-waldvogel/les\\_fonds\\_evergreen\\_ont\\_le\\_vent\\_en\\_poupe](https://www.bilan.ch/opinions/christian-waldvogel/les_fonds_evergreen_ont_le_vent_en_poupe)

## Mémoire, thèse et syllabus

Engels, Q. (2013). Analyse du système belge de taxation des fonds d'investissement à la lumière des libertés de circulation européennes. (Mémoire de Master) Université catholique de Louvain, Louvain. Récupéré de <http://hdl.handle.net/2078.1/thesis:1808>

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

## Rapport

Bayot, B., Roland, L., Disneur, L., Cayrol, A., Jerusalmy, O., Lemaire, N., & Keystermans, J.-D. (2008). *Le microcrédit en Belgique: naissance, état des lieux et futur*. Financité. Récupéré de <https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/1840.pdf>

Bork, G. v., Pytkowska, J., Hashemian, C., Benaglio, N., Mueffelmann, S., Sturm, M., . . . Siek, H. (2020). *Microfinance in the European Union: Market analysis and recommendations for delivery options in 2021-2027*. Luxembourg: European Commission. Récupéré de <https://ec.europa.eu/social/main.jsp?catId=738&furtherPubs=yes&langId=en&pubId=8347>

Borzaga, C., Galera, G., Franchini, B., Chiomento, S., Nogales, R., & Carini, C. (2020). *LES ENTREPRISES SOCIALES ET LEURS ÉCOSYSTÈMES EN EUROPE*. Luxembourg: European Commission. doi: 10.2767/08203

Commission Européenne. (2020). *Code européen de bonne conduite pour l'octroi de microcrédits*. Luxembourg: European Commission. Récupéré de [https://ec.europa.eu/regional\\_policy/sources/thefunds/doc/code\\_bonne\\_conduite\\_fr.pdf](https://ec.europa.eu/regional_policy/sources/thefunds/doc/code_bonne_conduite_fr.pdf)

Commission Européenne. (2020). *LES ENTREPRISES SOCIALES ET LEURS ÉCOSYSTÈMES EN EUROPE*. Luxembourg: European Commission. doi: 10.2767/08203

Convergences. (2019). *BAROMÈTRE DE LA MICROFINANCE 2019*. Convergences. Récupéré de [https://www.convergences.org/wp-content/uploads/2019/09/Baromètre-de-la-microfinance-2019\\_web\\_FR-1.pdf](https://www.convergences.org/wp-content/uploads/2019/09/Baromètre-de-la-microfinance-2019_web_FR-1.pdf)

Cozarenc, A. (2015). *Microfinance Institutions and Banks in Europe: The story to date*. Brussels: EMN. Récupéré de <https://www.european-microfinance.org/publication/microfinance-institutions-and-banks-europe-story-date>

EMN. (2018). *EMN/MFC proposal for a revised EU definition of microfinance and microcredit*. Brussels : Récupéré de [https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/activity/paragraph/file/MF%20in%20EU%20definition\\_FINAL.pdf](https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/activity/paragraph/file/MF%20in%20EU%20definition_FINAL.pdf)

EMN. (2019). *ImpaktEU - Unlocking funding for small MFIs and social enterprise finance providers in Europe*. Brussels: EMN. Récupéré de <https://www.european-microfinance.org/publication/impakteu-unlocking-funding-small-mfis-and-social-enterprise-finance-providers-europe>

European Central Bank. (2020). *Survey on the access to finance of enterprises in the euro area*. European Central Bank. Récupéré de [https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb\\_surveys/safe/html/ecb.safe202011~e3858add29.en.html](https://www.ecb.europa.eu/stats/ecb_surveys/safe/html/ecb.safe202011~e3858add29.en.html)

European Central Bank. (2020). *The Household Finance and Consumption Survey: Results from the 2017 wave*. European Central Bank. Récupéré de <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpsps/ecb.sps36~0245ed80c7.en.pdf>

European Commission. (2015). *A map of social enterprises and their eco-systems in Europe*. Luxembourg: European Commission. doi: 10.2767/458972

European Commission. (2021). *European Economic Forecast Spring 2021*. Luxembourg: European Commission. Récupéré de [https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ep149\\_en.pdf](https://ec.europa.eu/info/sites/default/files/economy-finance/ep149_en.pdf)

Finansol. (2019). *SYNTÈSE DE L'ÉTUDE SUR LES FONDS «90-10»*. Paris: Finansol. Récupéré de [https://www.finansol.org/\\_dwl/synthese-etude%20fonds-90-10-finansol.pdf](https://www.finansol.org/_dwl/synthese-etude%20fonds-90-10-finansol.pdf)

Forcella, D. (2013). *European Green Microfinance A first look*. EMN. Récupéré de <https://www.european-microfinance.org/publication/european-green-microfinance-first-look>

GIIN. (2020). *ANNUAL IMPACT INVESTOR SURVEY 2020*. GIIN. Récupéré de <https://thegiin.org/assets/GIIN%20Annual%20Impact%20Investor%20Survey%202020.pdf>

Koehler, J., Laczko, F., Aghazarm, C., & Schad, J. (2010). *La migration et la crise économique dans l'Union européenne : implications au niveau de la politique*. OIM. Récupéré de [https://emnbelgium.be/sites/default/files/publications/resume\\_migration\\_et\\_crise\\_economique\\_dans\\_lunion\\_europeenne\\_implications au niveau politique.pdf](https://emnbelgium.be/sites/default/files/publications/resume_migration_et_crise_economique_dans_lunion_europeenne_implications au niveau politique.pdf)

KPMG. (2017). *microStart Social Return on Investment (SROI) analysis*. Bruxelles: EMN. Récupéré de <https://www.european-microfinance.org/publication/microstart-social-return-investment-sroi-analysis>

Liebman, J. (2011). *Social Impact Bonds*. Center for American Progress. Récupéré de <https://www.americanprogress.org/issues/general/reports/2011/02/09/9050/social-impact-bonds/>

Maretich, M., & Bolton, m. (2010, 09 04). *Social enterprise - From definition to developments in practice*. EVPA. Récupéré de <https://evpa.eu.com/knowledge-centre/publications/social-enterprise-from-definition-to-developments-in-practice>

Muller, P., Mattes, A., Klitou, D., Lonkeu, O.-K., Ramada, P., Ruiz, F. A., . . . Steigertahl, L. (2018). *Annual report on European SMEs 2017/2018: SMEs growing beyond borders*. European Commission. Récupéré de <https://op.europa.eu/en/publication-detail/-/publication/a435b6ed-e888-11e8-b690-01aa75ed71a1>

OCDE. (2018). *Debate the Issues: The Financial System*. OCDE. Récupéré de [https://www.oecd.org/naec/SG-NAEC\(2018\)4\\_REV1\\_Financial%20Systems.pdf](https://www.oecd.org/naec/SG-NAEC(2018)4_REV1_Financial%20Systems.pdf)

Pytkowska, J. (2021). *Microfinance in Europe: Survey Report 2020 edition*. EMN-MFC. Récupéré de [https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/survey2020\\_87.pdf](https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/survey2020_87.pdf)

Ruesta, C., & Benaglio, N. (2021). *Microcredit regulation in Europe: An overview*. European Microfinance Network. Récupéré de <https://www.european-microfinance.org/publication/microcredit-regulation-europe-overview-2021>

United Nations Environment Programme. (2019). *Emissions gap report 2019*. Nairobi: United Nations. Récupéré de <https://www.unep.org/fr/resources/rapport-sur-lecart-entre-les-besoins-et-les-perspectives-en-matiere-de-reduction-des>

Unterberg, M. (2017). *Assessing the European market potential of business microcredit and the associated funding needs of non-bank MFIs*. EMN-MFC. Récupéré de [https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/Market%20analysis%20report\\_final\\_0.pdf](https://www.european-microfinance.org/sites/default/files/document/file/Market%20analysis%20report_final_0.pdf)

Wang, R. F. (2016). *IMPACT INVESTING FOR INSTITUTIONAL INVESTORS*. New America. Récupéré de <http://na-production.s3.amazonaws.com/documents/Impact-Investing-for-Institutional-Investors.pdf>

## Documents internes

Funds For Good. (2021). *Présentation ImpaktEU*. (Présentation Power Point), Bruxelles.

## Sites et pages web

Adie. (s.d). *Notre histoire*. Récupéré le 05 12, 2021 de <https://www.adie.org/notre-histoire/>

CAD/OCDE. (2002). *Glossaire des principaux termes relatifs à l'évaluation et la gestion axée sur les résultats*. Récupéré le 06 2021 de [https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Evaluation-Reports-\\_Shared-With-OPEV\\_/00157959-FR-GLOSSARY-EVALUATION.PDF](https://www.afdb.org/fileadmin/uploads/afdb/Documents/Evaluation-Reports-_Shared-With-OPEV_/00157959-FR-GLOSSARY-EVALUATION.PDF)

Charities Aid Foundation. (2008). *The Three Models of Social Enterprises*. Récupéré le 05 2021 de <https://www.cafonline.org/docs/default-source/about-us-publications/venturesome3modelsofsocialenterprisepart2.pdf>

Debret, J. (2020). *Codage pour les entretiens semi-directifs et directifs*. Récupéré le 06 2021 de <https://www.scribbr.fr/methodologie/codage-entretiens/>

EMN. (2019). *Access to finance for SMEs*. Récupéré le 06 2021 de [https://ec.europa.eu/growth/access-to-finance\\_en](https://ec.europa.eu/growth/access-to-finance_en)

EMN. (s.d). *La microfinance en Europe*. Récupéré le 05 03, 2021 de <http://www.emnconference.org/archives/europe-microfinance.php>

European Commission. (n.d). *Internal Market, Industry, Entrepreneurship and SMEs*. Récupéré le 05 02, 2021 de [https://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy/enterprises\\_en](https://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy/enterprises_en)

European Commission. (s.d). *Social economy in the EU*. Récupéré le 05 2021 de [https://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy\\_en](https://ec.europa.eu/growth/sectors/social-economy_en)

Eurostat. (2020). *Living conditions in Europe - poverty and social exclusion*. Récupéré le 05 05, 2021 de <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Living%20conditions%20in%20Europe%20-%20poverty%20and%20social%20exclusion&oldid=502929>

Eurostat. (2019). *Statistiques sur la pauvreté monétaire*. Récupéré le 05 2021 de <https://ec.europa.eu/eurostat/statistics-explained/index.php?title=Income%20poverty%20statistics/fr&oldid=417506>

Funds For Good. (s.d). *FUNDS FOR GOOD OU LE CAPITALISME RAISONNÉ*. Récupéré le 05 2021 de <https://www.fundsforgood.eu/language/fr/>

GIIN. (2019). *WHAT YOU NEED TO KNOW ABOUT IMPACT INVESTING*. Récupéré le 05 2021 de <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>

Kenton, W. (2020). *Corporate Refinancing*. Récupéré le 05 2021 de <https://www.investopedia.com/terms/c/corporate-refinancing.asp>

SPF Finances. (s.d). PRICAFS PRIVÉES. Récupéré le 05 2021 de [https://finances.belgium.be/fr/sur\\_le\\_spf/structure\\_et\\_services/administrations\\_generales/trésorerie/contrôle-des-instruments-0-2-3](https://finances.belgium.be/fr/sur_le_spf/structure_et_services/administrations_generales/trésorerie/contrôle-des-instruments-0-2-3)

World Bank. (2018). *Global Financial Inclusion Database*. Récupéré le 06 2021 de [https://data.worldbank.org/indicator/FX.OWN.TOTL.ZS?end=2017&most\\_recent\\_value\\_des\\_c=true&start=2011&view=chart](https://data.worldbank.org/indicator/FX.OWN.TOTL.ZS?end=2017&most_recent_value_des_c=true&start=2011&view=chart)

Statista. (2021). *Real gross domestic product growth rate forecasts in selected European countries from 2020 to 2021*. Récupéré le 05 2021 de <https://www.statista.com/statistics/1102546/coronavirus-european-gdp-growth/>

World Bank. (2018). *Global Financial Inclusion Database*. Récupéré le 06 2021 de [https://data.worldbank.org/indicator/FX.OWN.TOTL.ZS?end=2017&most\\_recent\\_value\\_des\\_c=true&start=2011&view=chart](https://data.worldbank.org/indicator/FX.OWN.TOTL.ZS?end=2017&most_recent_value_des_c=true&start=2011&view=chart)

investbook. (2017). *La Dette Privée devient Incontournable dans le Financement des PME et des ETI*. Récupéré le 05 06, 2021 de <https://www.investbook.fr/blog/financement-entreprises/dette-privee-financement-pme-eti>

## Sources orales

Benaglio, N. (2021, 12 mars). *Chercheur pour l'EMN*. [Entretien]. Bruxelles.

Blondeau, N. (2021, 11 mars). *Gestionnaire de fonds chez Inpulse*. [Entretien]. Bruxelles.

Blazy, C. (2021, 10 mars). *Indépendante au sein du European Center for Social Finance*. [Entretien]. Bruxelles.

Bouton, C. (2021, 5 mars). *Directrice de Lita.co*. [Entretien]. Bruxelles.

de Callataÿ, E. (2021, 6 mars). *CEO d'Orcadia Asset Management*. [Entretien]. Bruxelles.

Henry, A. (2021, 17 juin). *Conseiller à la Région Bruxelloise*. [Entretien]. Bruxelles.

Holemans, S. (2021, 11 mars). *Directeur du réseau Solifin*. [Entretien]. Bruxelles.

Levaux, P. (2021, 18 juin). *Conseiller accompagnement au financement pour Crédal*. [Entretien]. Bruxelles.

Menzin Duval, M. (2021, 14 mars). *Responsable ISR chez Intuitae Family Office*. [Entretien]. Bruxelles.

Somerhausen, P. (2021, 12 mars). *Co-CEO de FFG*. [Entretien]. Bruxelles.

Spiess-Knafl, Wolfgang. (2021, 11 mars). *Co-Director of the European Center for Social Finance*. [Entretien]. Bruxelles.

Taquin, D. (2021, 18 juin). *Chief Development Officer chez Microstart*. [Entretien]. Bruxelles.

## Compléments bibliographiques

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). Iche, Bruxelles.

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

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). Iche, Bruxelles.

Yunus, M. (1999). *Banker to the poor*. United States : PublicAffairs.

## Annexes