

Haute Ecole
Groupe ICHEC - ISC St-Louis - ISFSC



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

Quelles sont les motivations des investisseurs actifs dans le domaine de l'*impact investing* ?

Mémoire présenté par
"Adélaïde ENGLEBERT de TORNACO"

pour l'obtention du diplôme de
Master en Gestion de l'Entreprise

Année académique 2017-2018

Promoteur :
Madame "Christel DUMAS"

Haute Ecole
Groupe ICHEC - ISC St-Louis - ISFSC



Enseignement supérieur de type long de niveau universitaire

Quelles sont les motivations des investisseurs actifs dans le domaine de l'*impact investing* ?

Mémoire présenté par
"Adélaïde ENGLEBERT de TORNACO"

pour l'obtention du diplôme de
Master en Gestion de l'Entreprise

Année académique 2017-2018

Promoteur :
Madame "Christel DUMAS"

Boulevard Brand Whitlock 2 - 1150 Bruxelles

J'aimerais exprimer mes plus vifs remerciements envers ma promotrice, Christel Dumas, pour son aide précieuse, sa patience, son expertise et la multitude des conseils qu'elle m'a prodigués. Je tiens également à la remercier pour m'avoir guidée vers ce sujet encore relativement peu connu mais très intéressant et fortement actuel. Après ces quelques mois d'intense réflexion, je peux affirmer qu'il s'agissait d'une proposition pleine de sens.

Ensuite, je tiens à adresser mes remerciements aux différents experts interrogés d'avoir accepté de participer à mes interviews et d'avoir pris le temps de partager leurs connaissances.

Je tiens également à remercier ma maman pour m'avoir mis en contact avec les bonnes personnes lors de ma récolte de données et d'avoir ainsi contribué à l'élaboration de ce mémoire. Merci de m'avoir supporté et soutenu tout ce temps, et pour qui toutes ces années d'étude ont dû être éprouvantes. Merci pour ton soutien inconditionnel.

Merci à ma tante Nathalie, pour qui la langue française n'a plus de secret. Merci pour le temps que tu as pris à la lecture de ce mémoire et pour les conseils donnés.

Merci à Puilaetco Dewaay, et plus particulièrement mon maître de stage George Nédée, pour m'avoir donné la possibilité de travailler en rapport avec la finance durable et d'ainsi en comprendre les dynamiques.

Enfin, l'élaboration de ce mémoire a requis plus que du support académique. Ainsi, je tiens à remercier grandement mes proches, plus particulièrement Olivia et Joséphine, pour m'avoir supportée et encouragée durant l'entièreté de cette période palpitante et enrichissante.

*« The stock market is filled with individuals who know the price
of everything, but the value of nothing »*

- Philip Fisher.

Table des matières

INTRODUCTION	16
❖ Motivation du sujet.....	16
❖ Formulation de la problématique	18
❖ Pertinence du sujet	19
❖ Méthodologie	20
<u>PARTIE 1 : LE CONCEPT D'IMPACT INVESTING A TRAVERS LE TEMPS ET L'ESPACE ...</u>	22
<u>Chapitre 1 : Contexte et définition.....</u>	23
1.1. Origine et évolution	23
1.2. Vers une tentative de définition.....	24
1.3. Les domaines d'intervention	26
1.3.1. Sustainable Development Goals (SDGs)	26
1.4. L'impact : pourquoi mesurer, quoi et comment ?	28
1.4.1. Le problème	28
1.4.2. Raisons : mesurer pourquoi ?.....	28
1.4.3. Terminologie : mesurer quoi ?	29
1.4.4. Outils : mesurer comment ?	30
1.5. Challenges du secteur	31
<u>Chapitre 2 : Ecosystème de l'impact investing</u>	34
2.1. Les intervenants.....	34
2.1.1. L'impact investor	34
2.1.2. Catégories d'acteurs.....	35
2.2. Les instruments d'impact investing	43
2.3. La logique d'investissement	45
2.4. Relation entre risque, rendement et impact.....	46
2.5. Le seuil d'intervention	48
<u>Chapitre 3 : Positionnement de l'impact investing dans l'univers de l'investissement social.....</u>	49
3.1. Investissement socialement responsable (ISR)	49
3.2. Venture philanthropy.....	50
3.3. La place de l'impact investing dans le spectre de l'investissement social	50
<u>Chapitre 4 : Les impact investors</u>	52

4.1.	La Génération Y, ou les <i>Millennials</i>	52
4.2.	Les femmes et les valeurs féminines	53
4.3.	Richesse et mass affluent	54
4.4.	Personnalisation	55
4.5.	Valeurs personnelles et émotionnelles.....	55
➤	Les valeurs des Européens	56
➤	Les valeurs d'Amérique du Nord.....	56
4.6.	Convictions	56
4.7.	Approche « <i>slow money</i> »	57
4.8.	La cible.....	57
Chapitre 5 : Profil robot d'un <i>impact investor</i>		59
<u>PARTIE 2 : ANALYSE EMPIRIQUE DE L'<i>IMPACT INVESTING</i></u>		61
<u>Chapitre 6 : Méthodologie de la recherche</u>		62
6.1.	Rappel de la question de recherche	62
6.2.	L'exploration.....	63
6.3.	Les méthodes d'enquête	63
6.3.1.	Le sondage.....	63
6.3.2.	L'entretien semi-structuré	65
<u>Chapitre 7 : Présentation des résultats</u>		66
7.1.	Les freins à l'engagement.....	67
7.1.1.	Le manque d'information.....	67
7.1.2.	Le risque	70
7.1.3.	Première sous-conclusion	70
7.2.	Facteurs influençant l'intérêt envers l' <i>impact investing</i>	71
7.2.1.	Les caractéristiques démographiques.....	71
7.2.2.	Mouvement de foule.....	73
7.2.3.	La personnalité	74
7.2.4.	Meneur de changement.....	74
7.2.5.	Deuxième sous-conclusion	75
7.3.	Facteurs poussant à l'engagement	77
7.3.1.	Proximité émotionnelle.....	77
7.3.2.	Proximité fonctionnelle	78
7.3.3.	Les caractéristiques financières	78

7.3.4. Troisième sous-conclusion	80
<u>Chapitre 8 : Conclusion des résultats</u>	82
<u>CONCLUSION</u>	84
<u>Chapitre 9 : Futur et recommandations</u>	85
<u>Chapitre 10 : Limites de la recherche et recul critique</u>	87
10.1. Limites rencontrées	87
10.1.1. Le flou conceptuel	87
10.1.2. L'échantillon de réponses	87
10.1.3. La prise de contact	87
10.1.4. Données récoltées	88
10.2. Recul critique quant au travail fourni	88
<u>LISTE DE REFERENCES</u>	89
<u>ANNEXES</u>	Erreur ! Le signet n'est pas défini.

Table des illustrations

Figure 1 : Les <i>Sustainable Development Goals</i>	27
Figure 2 : L' <i>impact value chain</i>	30
Figure 3 : Ecosystème de l' <i>impact investing</i>	36
Figure 4 : Les classes d'actifs d' <i>impact investing</i>	43
Figure 5: La logique d'investissement de l' <i>impact investing</i>	45
Figure 6 : La relation entre le rendement, risque et impact	47
Figure 7 : La place de l' <i>impact investing</i> au sein du spectre de l'investissement social.....	51
Figure 8 : Les caractéristiques des <i>impact investors</i> ciblés	58
Figure 9 : Les couches de motivation des <i>impact investors</i> - général	66
Figure 10 : Les couches de motivation des <i>impact investors</i> - détail des freins.....	71
Figure 11 : Les couches de motivation des <i>impact investors</i> - détails des facteurs influençant l'intérêt pour l' <i>impact investing</i>	76
Figure 12 : Les couches de motivation des <i>impact investors</i> - détails des facteurs influençant l'engagement.....	81
Figure 13: Les couches de motivation des <i>impact investors</i>	82
Figure 14 : Processus d'engagement d'un <i>impact investor</i>	83
 Tableau 1 : Les facteurs freinant l'engagement	 70
Tableau 2 : Facteurs suscitant l'intérêt envers l' <i>impact investing</i>	76
Tableau 3 : Facteurs poussant à l'engagement dans l' <i>impact investing</i>	80

Liste des abréviations

ABLE	Adolescent Behavior Learning Experience
B CORPS	B Corporations
BEI	Banque Européenne d'Investissement
BIO	Biotechnology Innovation Organization
CDFIs	Community Development Finance Institutions
CIGALES	Club d'Investisseurs pour une Gestion Alternative et Locale de l'Epargne Solidaire
DFIs	Development Finance Institutions
EDFI	European Development Finance Institutions
EFTA	European Free Trade Association
ESG	Environnement – Social – Gouvernance
FOs	Family Offices
GABV	Global Alliance for Banking on Values
GIIN	Global Impact Investing Network
GIIRS	Global Impact Investing Reporting System
HNWIs	High Net Worth Individuals
IRIS	Impact Reporting and Investment Standards
ISR	Investissement Socialement Responsable
LSE	London Stock Exchange
MDGs	Millennium Development Goals
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement Economiques
OCR	Obligation Climatique Responsable
OLO	Obligation Linéaire/Lineaire Obligatie
ONG	Organisation Non-Gouvernementale
PME	Petites et Moyennes Entreprises
RSE	Responsabilité Sociétale des Entreprises
SDGs	Sustainable Development Goals
UE	Union Européenne
UNDP	United Nations Development Program
TIC	Technologies de l'Information et de la Communication

INTRODUCTION

❖ Motivation du sujet

Comme Catherine Champagne (2018, p.30) l'explique clairement, « l'épuisement rapide des ressources naturelles, le changement climatique, la pression démographique, la montée de inégalités, les migrations massives [et] la désillusion conduisant à l'extrémisme, nous démontrent que notre façon de fonctionner n'est plus soutenable ». Chaque année, nous creusons un peu plus dans les limites de la planète. Le 13 novembre dernier, 15 mille scientifiques ont lancé un cri d'alerte¹ quant à notre manière de vivre, consommer et produire. Ce cri d'alerte survient 25 ans après le premier avertissement que ces derniers ont émis en 1992². L'objectif est de sensibiliser la population et les gouvernements au travers du monde entier quant à l'avancée dramatique de la destruction de la nature par l'Homme. Le constat sur les 25 dernières années est inquiétant : non seulement l'humanité a échoué à résoudre les défis environnementaux avancés, mais ces derniers ont considérablement empiré. Les forêts perdent quotidiennement de la superficie, de nombreuses espèces animales ont disparu, la démographie monte en flèche et l'eau se raréfie. Un récent article apparu dans le *New-York Magazine* (2017) détaille de l'état déplorable de notre planète, et les effets du changement climatique sur l'espèce humaine. L'article débute par une affirmation de l'auteur selon laquelle la situation actuelle est pire qu'on ne le pense. Ainsi, Wallace-Wells explique (2017, para.2) : « *absent a significant adjustment to how billions of humans conduct their lives, parts of the Earth will likely become close to uninhabitable, and other parts horrifically inhospitable, as soon as the end of this century* »³. Tout individu et organisation a sa part de responsabilité à prendre. Barasi déplore d'ailleurs dans son nouveau livre⁴ le manque d'engagement de ces derniers, en mentionnant : « *billions of people (...) have heard plenty about climate change and acknowledge there's a problem, but (...) are just not engaged enough to stimulate the change required to stop it* »⁵. Tant les politiciens, scientifiques, célébrités et citoyens du monde ont un rôle à jouer dans l'acheminement vers un monde plus durable. Au sein de cela, les acteurs financiers doivent également s'interroger quant au rôle qu'ils jouent dans ces crises.

¹ Ripple, W. J. et al. (2017). World Scientists' Warning to Humanity: A Second Notice. *BioScience*, 67 (12), 1026-1028. Récupéré de <https://academic.oup.com/bioscience/article/67/12/1026/4605229>

² Union of Concerned Scientists. (1992). *World's Scientist Warning to Humanity*. Cambridge : Union of Concerned Scientists. Récupéré de <https://www.ucsusa.org/sites/default/files/attach/2017/11/World%20Scientists%27%20Warning%20to%20Humanity%201992.pdf>

³ Traduction : « en l'absence d'un ajustement significatif de la manière dont des milliards d'humains mènent leurs vies, des parties de la Terre deviendront probablement proches d'inhabitables, et d'autres parties horriblement inhospitalières, d'ici la fin de ce siècle »

⁴ Barasi, L. (2017). *The Climate Majority : Apathy and Action in an Age of Nationalism*. Oxford : New Internationalist Publications Ltd.

⁵ Traduction : « des milliards de personnes (...) ont entendu parler du changement climatique et reconnaissent qu'il y a un problème, mais (...) ne sont tout simplement pas suffisamment engagées pour stimuler le changement nécessaire afin de l'arrêter »

Depuis toute petite, je porte une attention particulière aux problèmes sociaux et environnementaux de notre société. Dans mon quotidien, j'essaie de limiter mon empreinte environnementale en privilégiant par exemple le co-voiturage et les transports en commun, en mangeant des fruits et légumes de saison et en veillant à n'allumer la lumière que si nécessaire. J'essaie également de participer au développement d'une société meilleure en étant active depuis mes premiers pas dans les mouvements de jeunesse. En devenant chef guide, j'ai pu sensibiliser des jeunes filles aux problèmes sociaux via des temps de réflexion organisés durant chaque weekend et par notre participation à l'opération *Shoe Box* ayant pour but d'aider les plus démunis à l'approche de Noël en leur offrant un cadeau contenant des petits mots de soutien et quelques denrées sèches. Je participe à plusieurs actions de bénévolat, notamment en distribuant de temps en temps des repas chauds aux sans-abris et en ayant déjà donné des cours d'anglais à des enfants dans un petit village du Myanmar. Au travers de mon échange universitaire à Taiwan en 2016, j'ai pu expérimenter de déséquilibre social de notre monde et la pollution extrême. Ceci m'a ouvert les yeux quant à la nécessité d'agir immédiatement.

Néanmoins, derrière ce tableau noir se cache une lueur d'espoir. Comme nous pouvons le voir depuis quelques années déjà, les consommateurs sont devenus des consom'acteurs en attachant plus d'importance aux critères durables des produits qu'ils achètent. L'ICHEC participe également à rendre notre monde meilleur. Ainsi, l'ICHEC entend former ses étudiants tout en les sensibilisant sur la multiculturalité et les problèmes actuels, notamment via le *Housing Project* permettant d'aider des communautés fragilisées et via l'organisation estudiantine OIKOS promouvant l'économie et le management durable. L'organisation d'une conférence portant sur la finance responsable par OIKOS l'an dernier, avec des intervenants venant de différentes institutions, m'a permis de prendre connaissance d'un nouvel ensemble de solutions, axées sur la finance, permettant de créer un monde meilleur. Cette conférence fût très enrichissante et fût le point de départ de ma réflexion de fin d'étude. En écoutant les opinions des intervenants, j'ai pu réaliser que les investisseurs ont également agi dans la construction d'un monde meilleur, conscients de l'impact que leurs investissements peuvent avoir sur la planète. De cette manière, les facteurs environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) sont devenus de plus en plus importants dans leurs décisions.

Le monde financier m'a toujours intriguée. Les investissements réalisés peuvent provoquer des répercussions tant positives que négatives sur la société. Nous avons tous subi les conséquences de la crise de 2007, lorsque la bourse s'est effondrée et que de nombreuses banques ont fait faillite. Cette crise financière nous a permis de réaliser que notre société repose sur un système instable et qu'il est important de le repenser. Etudier la finance fût, pour moi, une manière de mieux comprendre ce système sur lequel notre monde repose. Recevoir une éducation financière me semblait donc nécessaire, au vu de la place que ce domaine prend dans notre quotidien. N'ayant pas eu de cours portant sur la finance responsable à l'ICHEC, j'ai immédiatement voulu en apprendre plus par moi-même. Le faire au travers de mon mémoire est alors une belle opportunité.

Alors que je me posais des questions quant au sujet de mon mémoire, j'ai immédiatement décidé de m'orienter vers la finance durable. Je suis convaincue que cette pratique est la base d'un futur meilleur. Je me suis tout d'abord orientée vers les investissements socialement

responsables (ISR) avant de m'intéresser à *l'impact investing*. En effet, lors d'un rendez-vous avec ma promotrice, Madame Dumas, j'ai pris connaissance de cette pratique d'investissement encore peu connue. Le fait que cette dernière n'est pas encore autant analysée et recherchée que les ISR m'a intriguée et j'ai donc désiré approfondir le sujet.

Ceci me mène alors à la formulation de la problématique, la pertinence du sujet étant analysée par après, de même que la méthodologie utilisée tout au long de ce travail de recherche.

❖ Formulation de la problématique

Comme expliqué ci-dessus, j'ai immédiatement désiré m'orienter vers la finance durable, et assez rapidement vers *l'impact investing*. Les limites d'autosuffisance de la planète ont été dépassées dans plusieurs domaines et les problèmes sociétaux sont en hausse. Par conséquent, il est important de revoir notre façon de vivre et consommer, et plus particulièrement de repenser notre lien entre finance et société. Les sources de financement traditionnelles, publiques et philanthropiques ne suffisent plus pour subvenir aux problèmes sociétaux et environnementaux actuels (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). Tel que Bugg-Levine (2011, p.12) l'explique, « *new challenges require new approaches* »⁶. Ainsi, depuis la crise financière de 2007, certains investisseurs ont désiré aller un cran plus loin en imaginant une nouvelle stratégie d'investissement : *l'impact investing*, permettant d'intentionnellement s'attaquer aux défis sociaux et environnementaux, tout en ayant un rendement financier (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Grâce à *l'impact investing*, des sommes importantes de capitaux pourront venir compléter l'aide publique et philanthropique, actuellement insuffisantes pour relever les nombreux défis actuels. Cette stratégie d'investissement permet plus de transparence et d'établir un nouveau lien entre finance et société. En alliant incidences sociales et environnementales avec rendements financiers, *l'impact investing* permet de reconnecter un investisseur avec l'investissement réalisé, tout en mettant en avant l'innovation sociale.

Bien qu'étant un concept relativement nouveau puisqu'apparu pour la première fois en 2007, *l'impact investing* attire de plus en plus l'intérêt des investisseurs et est au centre des discussions actuelles. Ceci est notamment provoqué par l'émergence depuis quelques années d'une forme de capitalisme plus éthique et socialement inclusif (Dacin *et al.*, cité par Höchstädter et Scheck, 2014, p.450). Malgré que les *impact investors* ne représentent que 0,15% des investissements dans le monde (GIIN, cité par Champagne, 2018, p.31), la quantité de capital alloué à cette stratégie d'investissement a augmenté à un taux d'environ 20% par an, ce qui en fait l'une des classes d'investissement à la croissance la plus rapide.

Cette pratique étant encore jeune, beaucoup d'incertitudes doivent être encore levées. Par exemple, une définition unanime n'a pas encore été atteinte, puisque les chercheurs n'arrivent pas à se mettre d'accord quant aux aspects essentiels de cette stratégie d'investissement. *L'impact investing* est d'ailleurs souvent confondu avec les ISR. Un système de mesure permettant de quantifier l'incidence sociale et environnementale d'un *impact investment* n'a également pas encore été mis en place à cause de la dimension assez subjective de ces derniers

⁶ Traduction : « de nouveaux défis exigent de nouvelles approches »

(Reeder, Colantonio, Loder et Jones, 2015). En effet, chaque investisseur ou chercheur a des préférences différentes quant aux critères importants à prendre en compte. Ainsi, il est important de lever les incertitudes entourant cette stratégie d'investissement de manière à ce qu'elle puisse réaliser son potentiel. En réalisant des recherches sur le sujet, j'ai pu remarquer que les motivations se cachant derrière cet engagement sont encore floues. Les professionnels ne perçoivent pas encore ce qui différencie ces *impact investors* d'autres investisseurs. Roundy, Holzhauer et Dai sont les seuls chercheurs à réellement aborder la question au travers d'un article⁷ paru en 2017. Ces derniers tentent alors de cerner les motivations se cachant derrière les *impact investments* réalisés en interviewant de nombreux acteurs actifs dans cet univers. Ils en viennent à la conclusion que les motivations sont très variées et n'arrivent pas à formuler une réponse précise à leur question de recherche. Afin que l'*impact investing* accomplisse son potentiel en terme d'acheminement vers une société plus durable, une analyse plus approfondie des *impact investors* et ce qui les motive est nécessaire.

Ce mémoire sera donc centré sur l'analyse de ces derniers. De par l'étude de l'*impact investor*, le chercheur espère pouvoir lever l'incertitude quant à ce qui enthousiasme un investisseur à s'engager dans une telle pratique, de même que ce qui pourrait freiner un tel engagement. La recherche entend lever le flou qui réside autour de cette question, de manière à ce que l'*impact investing* accomplisse complètement son potentiel et puisse se développer dans les bonnes conditions. Ceci a donc mené à la formulation de la problématique de ce mémoire. La question de recherche au centre de ce travail de recherche est donc la suivante :

**Quelles sont les motivations des investisseurs actifs
dans l'univers de l'*impact investing* ?**

Puisque les *impact investors* agissent soit individuellement, en groupe ou de manière institutionnelle, la question de recherche se concentre alors tant sur les investisseurs particuliers qu'institutionnels, ces derniers représentant les deux regroupements d'investisseurs les plus actifs dans cet univers, tel que nous le décrirons dans le second chapitre de ce mémoire (cf. infra p.34). Par conséquent, nous omettons intentionnellement l'Etat, ce dernier ne faisant pas l'objet premier de notre étude.

Avant de passer à la méthodologie appliquée au travers de ce mémoire, nous allons nous attarder sur la pertinence du sujet.

❖ Pertinence du sujet

L'intérêt grandissant du monde financier envers l'*impact investing* rend le sujet particulièrement pertinent et actuel. Les *Sustainable Development Goals* (SDGs) sont 17 objectifs adoptés en 2015 et ayant pour but d'éliminer la pauvreté, protéger la planète et assurer la prospérité pour tous d'ici 2030. Ces derniers constituent un cadre d'intervention intéressant pour les investisseurs désirant s'engager dans la pratique de

⁷ Roundy, P., Holzhauer, H. et Dai, Y. (2017). Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*, 13 (3), 491-512. doi : 10.1108/SRJ-08-2016-0135

l'impact investing. Notons que *l'impact investing* est en étroite relation avec les entrepreneurs sociaux et met en avant l'innovation sociale, facteur essentiel afin de relever les défis sociaux et environnementaux actuels (Moore, Westley et Nicholls, 2012). Spiess-Knalf et Scheck (2017) expliquent par ailleurs que les importants problèmes sociétaux actuels sont souvent sous-financés. Ainsi, depuis 2011, on a remarqué une forte baisse de l'aide provenant des pays occidentaux (Harji et Jackson, 2012), malgré une hausse de la population. Cette combinaison provoque alors un aggravement des problèmes sociaux et environnementaux, ce qui a forcé certains chercheurs à penser à de nouvelles stratégies de financement, notamment *l'impact investing*. Cette stratégie d'investissement détient un immense potentiel pour résoudre ces défis. Il est donc important d'étudier en profondeur les motivations des investisseurs sensibles à cette stratégie d'investissement afin de pouvoir adresser des recommandations tant aux entrepreneurs qui voudraient attirer ces capitaux qu'aux autorités publiques désirant soutenir cette pratique.

Ce travail de recherche est donc particulièrement intéressant puisqu'il permettra d'avancer vers une meilleure compréhension de ce nouvel univers d'investissement. Comme déjà brièvement énoncé, *l'impact investing* fait face à de nombreux challenges, ces derniers étant plus amplement détaillés dans la première partie de ce travail. Nous espérons qu'en levant l'incertitude liée aux motivations sous-jacentes d'un engagement dans une telle pratique, nous serons capables d'apporter des éléments de réponses à ces challenges et de permettre que cette stratégie d'investissement se développe dans les meilleures conditions possibles.

La section suivante permet de mieux comprendre la manière dont la recherche a été effectuée.

❖ Méthodologie

Avant de rentrer dans le vif du sujet, une explication de la méthodologie qui fût appliquée au travers de ce travail de recherche est nécessaire.

Le mémoire constitue l'étape finale de cinq années d'étude. Ce travail de recherche permet aux étudiants de mettre en application l'ensemble des connaissances acquises au travers de ces années d'étude. Afin de rédiger un mémoire avec succès, l'utilisation d'une méthodologie rigoureuse est une étape importante et est l'un des premiers enseignements reçus lors de la première année à l'ICHEC, au travers du cours d'AIP (Atelier d'Intégration Professionnelle). Une approche scientifique se compose de quatre étapes, à savoir la formulation d'une question de recherche, la phase exploratoire, la récolte de données et enfin l'analyse et la présentation des résultats obtenus (Paquet, Bawin, Schrooten et Wattier, 2016).

Ce travail de recherche sera réalisé en privilégiant une approche par déduction, plutôt que par induction. Une approche déductive signifie que tant la recherche théorique qu'empirique

commencera par une analyse générale du sujet. Ainsi, les aspects plus globaux du sujet au cœur de ce mémoire seront premièrement discutés, pour ensuite se concentrer sur des situations plus détaillées.

En ce qui concerne la recherche empirique, une explication plus détaillée de la méthode est fournie dans le sixième chapitre de ce mémoire (cf. infra p.62). Puisque le but de ce mémoire est de lever le flou quant aux motivations des *impact investors*, une méthode quantitative a été privilégiée, ceci complété par une méthode qualitative permettant d'aller plus en détail. Ainsi, un questionnaire en ligne a été mis en place, ce qui a permis d'établir des généralités au travers d'une large population et des entretiens semi-directifs ont permis de compléter de manière plus détaillées ces généralités. L'ensemble des données récoltées permettent ainsi de renforcer la recherche littéraire réalisée au préalable, afin d'en arriver à des conclusions permettant de donner des éléments de réponse à la question de recherche.

De manière à conclure la recherche, un recul critique et quelques recommandations allant au-delà de la recherche seront émises. Ces deux chapitres permettent d'ouvrir la discussion entre le lecteur et le chercheur.

PARTIE 1 : LE CONCEPT D'IMPACT INVESTING A TRAVERS LE TEMPS ET L'ESPACE

La première partie de ce mémoire consiste à réaliser une revue de littérature entourant le concept de l'*impact investing*. L'objectif de cette partie est de lever le doute quant à certains concepts apparentés, de clarifier cette stratégie d'investissement et de réaliser un « état de l'art ». Au terme de cette partie, le lecteur devrait être capable d'avoir une idée précise quant au fonctionnement de l'univers de l'*impact investing* et des investisseurs actifs dans ce dernier. Cette première partie est alors divisée en cinq chapitres, chacun couvrant un aspect particulier.

Le premier chapitre aborde la mise en contexte et permet au lecteur de mieux comprendre la stratégie d'investissement au cœur de ce mémoire. Il est nécessaire de commencer par aborder l'*impact investing* de manière globale afin de cadrer la recherche et de mieux en comprendre les origines.

Le second chapitre de cette première partie détaille l'écosystème de l'*impact investing*. Ainsi, l'ensemble des intervenants de cet univers sont détaillés, de manière à mieux comprendre les interactions entre ces derniers et la place de l'*impact investor* au sein de ceux-ci. On s'attardera également aux *impact investments*, ceci permettant alors de mieux comprendre la manière dont ils sont réalisés et leurs caractéristiques principales.

Le troisième chapitre de cette première partie a comme objectif de positionner l'*impact investing* au sein du spectre de l'investissement social. Ainsi, la distinction entre l'*impact investing*, la *venture philanthropy* et l'investissement socialement responsable (ISR) est expliquée. Ceci permet donc de mieux situer l'*impact investing* au sein de la finance durable et d'éclaircir les frontières floues existantes.

L'avant dernier chapitre se concentre sur une description détaillée du profil robot d'un *impact investor*. Sont alors couverts les caractéristiques d'un *impact investor* typique, le revenu moyen dont il dispose, les valeurs personnelles et émotionnelles qui le dirigent, ses convictions et son approche d'investissement préférée. Cette partie permet de mieux comprendre l'*impact investor* en tant que tel, qui est le centre de ce travail de recherche.

Enfin, la première partie de ce mémoire se termine sur une synthèse du profil connu d'un *impact investor*, tel que découvert au travers de la recherche théorique. Ce chapitre permet alors de clôturer la première partie et sert de base pour l'analyse empirique qui suit alors dans la seconde partie de ce travail de recherche.

Chapitre 1 : Contexte et définition

Ce premier chapitre sera divisé en cinq sections. Il reprend tout d'abord une mise en contexte en détaillant l'origine et l'évolution de l'*impact investing*. Ainsi, les tendances ayant mené à l'émergence de cet univers sont mises en avant, de manière à mieux comprendre ce qui a causé son arrivée. Ceci permet au lecteur de mieux comprendre les dynamiques d'une telle stratégie. La seconde section tente de définir ce nouvel univers, afin de cadrer la recherche et lever toutes incertitudes qui pourraient y être liées. On s'attardera ensuite aux domaines dans lesquels un investisseur peut réaliser des *impact investments* : les *Sustainable Development Goals* (SDGs). Cette section permet de mieux comprendre l'intervention d'un *impact investor*. La quatrième section décrit les systèmes de mesure et la manière dont l'incidence sociale et environnementale peut être mesurée. Deux systèmes sont alors proposés. Enfin, le chapitre se termine par une vue d'ensemble des challenges actuels auxquels l'*impact investing* fait face, ceci permettant de faire comprendre en quoi la recherche réalisée au travers de ce mémoire est nécessaire.

1.1. Origine et évolution

L'appellation « *impact investing* » est véritablement apparue en **2007**, lors d'une conférence organisée par la fondation Rockefeller (Höchstädter et Scheck, 2014) en Italie. Selon Harji et Jackson (cité par Höchstädter et Scheck, 2014, p.449), plusieurs dirigeants issus des domaines de la philanthropie, de la finance et de l'entrepreneuriat se réunirent afin de discuter du besoin de construire une économie globale plus durable et de manière à définir l'ensemble des moyens nécessaires permettant d'investir avec un impact positif social et environnemental.

Bien que le concept d'*impact investing* soit relativement jeune, investir de façon à générer des rendements sociaux positifs ne l'est pas (Höchstädter et Scheck, 2014). En effet, les premiers fonds d'investissement catégorisés comme « éthiques » remontent aux années 1920, dont l'un des plus connus est le « *Pioneer Fund* » de Boston, crée en 1927 et ayant pour but de rejeter les entreprises impliquées dans le tabac, l'armement, la pornographie, l'alcool et les jeux (Arjaliès, 2014). Ces fonds n'avaient alors pas encore pour objectif d'avoir un rendement éthique, tel que le préconise l'*impact investing*, mais d'uniqueement aligner les investissements à certaines valeurs.

L'actuelle popularité croissante de l'*impact investing* fait partie d'un mouvement prenant de plus en plus d'ampleur dans les économies de marché contemporaines : **l'exigence d'un capitalisme plus éthique et socialement inclusif** (Dacin *et al.*, cité par Höchstädter et Scheck, 2014, p.450). En effet, on remarque depuis quelques années que des concepts tels que la responsabilité sociétale des entreprises (RSE), la consommation éthique et les investissements socialement responsables (ISR) prennent de plus en plus de place, auxquels vient se rajouter l'*impact investing* (Höchstädter et Scheck, 2014).

Jusqu'à présent, la majorité des *impact investments* proviennent d'**Amérique du Nord** (Etats-Unis et Canada ; 47%) et d'**Europe** (30%) (GIIN, 2018). Cependant, on remarque un nombre

grandissant d'acteurs en Asie, Afrique et Amérique du Sud (Jackson, 2013). Le volume total d'*impact investments* ne peut être quantifié et mesuré de manière précise, car une définition claire et précise n'existe toujours pas. Cependant, le *Global Impact Investing Network* (GIIN), constituant l'une des plateformes les plus grandes et influentes dans le domaine de l'*impact investing* (Jackson, 2013), estime que le marché de l'*impact investing* s'élèverait à 228,1 milliards de dollars, dont 35,5 milliards d'*impact investments* ayant été réalisés en 2017 (GIIN, 2018, p.X). Ceci ne correspond alors qu'à 0,15% des investissements totaux dans le monde (GIIN, cité par Champagne, 2018, p.31) mais le GIIN (2017, p.XIII) affirme néanmoins que la quantité de capital allouée à l'*impact investing* a augmenté de 17% en 2017, et d'environ **20% par an**, ce qui en fait l'une des classes d'investissements à la croissance la plus rapide (Roundy *et al.*, 2017).

1.2. Vers une tentative de définition

Malgré l'intérêt grandissant porté à l'*impact investing* et tel que brièvement énoncé ci-dessus, **aucun consensus académique n'a encore été atteint** à propos d'une définition unique décrivant le phénomène de manière précise et complète. Ceci est en partie causé par les diverses formes qu'un *impact investment* peut prendre, ce qui rend sa définition complexe. Höchstädter et Scheck dénoncent en 2014, dans un de leurs articles⁸, le flou entourant ce terme et le manque de clarté conceptuelle. Les deux auteures soulignent alors l'absence d'une définition uniforme, l'utilisation de nombreux termes alternatifs et des frontières conceptuelles imprécises. Ainsi, ces dernières ont essayé de contribuer à une meilleure compréhension de l'*impact investing* en analysant de nombreuses recherches académiques effectuées dans ce domaine. Elles en concluent alors que les caractéristiques essentielles afin d'être considéré comme *impact investor* divergent encore beaucoup en fonction des experts et qu'il est nécessaire de distinguer plus clairement l'*impact investing* d'autres concepts apparentés, tels que les investissements socialement responsables (ISR). Cependant, Höchstädter et Scheck soulignent une certaine hétérogénéité à l'égard des définitions utilisées par les nombreux auteurs étudiés. La recherche effectuée au travers de ce mémoire entend apporter de nouveaux éléments de réponses et permettre de mieux comprendre les *impact investors*.

Ainsi, le GIIN définit l'*impact investing* comme étant des « **investments made into companies, organizations, and funds with the intention to generate social and environmental impact alongside a financial return** »⁹ (2018, para.1). En d'autres mots, les *impact investments* cherchent à générer un rendement financier, tout en provoquant une incidence sociale et environnementale mesurable. On retrouve alors deux composantes principales : (1) la volonté de l'investisseur de réaliser de tels impacts ainsi que (2) la preuve tangible de ces impacts-mêmes (Jackson, 2013). La recherche au cœur de ce travail entend donc s'attarder sur la première composante, ce qui permettra alors de mieux définir cet univers.

⁸ Höchstädter, K. et Scheck, B. (2014). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132 (2), 449-475. doi : 10.1007/s10551-014-2327-0.

⁹ Traduction : « investissements réalisés dans des entreprises, organisations et fonds, dans le but est de générer un impact social et environnemental parallèlement à un rendement financier »

La définition offerte par le GIIN est reprise par plusieurs autres auteurs de base tels que O'Donohoe, Leijonhufvud et Saltuk (2010) ; Roundy, Holzhauser et Dai (2017) ; Betournay (2015) ; Bugg-Levine et Emerson (2011) ; etc.... Nous retiendrons donc cette définition dans le cadre de ce travail, ce qui permet alors d'éviter tout malentendu à cet égard.

De par sa définition, l'*impact investing* se situe à **mi-chemin entre la philanthropie et les investissements purement financiers** (Rodin et Brandenburg, 2014). En effet, le premier se concentre sur les problèmes sociétaux uniquement et le second vise seulement un rendement financier. Cette nouvelle stratégie d'investissement permet alors de combiner les deux objectifs en même temps, ce qui ouvre les portes à de nombreuses nouvelles opportunités. La place de l'*impact investing* au sein du spectre de l'investissement social est plus détaillée dans le troisième chapitre de ce mémoire (cf. infra p.49).

L'*impact investing* fait appel de manière inhérente aux concepts de « **blended value** » et « **triple-bottom-line** » (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Le concept de *blended value* permet de redéfinir notre compréhension de la valeur comme une combinaison non évitable de trois éléments, la *triple-bottom-line* : économique, social et environnemental (Bugg-Levine et Emerson, 2011). La *blended value* n'est pas simplement l'addition de ces trois composantes, mais plutôt **la somme des parts** d'une analyse *triple-bottom-line*. Donc, la *blended value* est la reconnaissance que le capital, la communauté et l'économie peuvent créer plus ensemble que la somme individuelle des trois (Bugg-Levine et Emerson, 2011). Tel que Emerson (cité par Godeke *et al.*, 2009, p.9) le décrit : « *There is an idea that values are divided between the financial and the societal, but this is a fundamentally wrong way to view how we create value. Value is whole. The world is not divided into corporate bad guys and social heroes* »¹⁰.

Le manque de clarté conceptuelle entourant l'*impact investing* est problématique (Höchstädter et Scheck, 2014). En effet, cela met en danger la crédibilité d'une telle stratégie d'investissement, ce qui pourrait mener à de l'« **impact washing** » (Harji et Jackson, cité par Höchstädter et Scheck, 2014, p.451), une pratique similaire au « *green washing* » mais adaptée au monde financier. Certains investisseurs pourraient donc être réticents à s'engager dans une telle pratique, de par la crainte que leurs investissements ne réalisent pas l'incidence désirée. De plus, des **frontières floues** de l'*impact investing* pourraient freiner la croissance du marché puisque cela empêche les investisseurs de comprendre en profondeur ce qu'est l'*impact investing*, le distinguer d'autres concepts similaires et donc de se faire une opinion sur le sujet (Höchstädter et Scheck, 2014). Il est également important de souligner que de par l'absence d'une définition claire, les gouvernements ne sont pas capables de mettre en place les conditions de marché nécessaires à son développement. Une meilleure compréhension de l'univers de l'*impact investing*, et plus précisément de l'*impact investor*, pourrait alors éventuellement permettre d'accélérer son développement.

¹⁰ Traduction : « Il y a cette idée que les valeurs sont divisées entre le financier et le sociétal, mais c'est une façon fondamentalement erronée de voir comment nous créons de la valeur. La valeur est un tout. Le monde n'est pas divisé entre des vilains issus du monde de l'entreprise et des héros sociaux »

1.3. Les domaines d'intervention

Il existe de nombreux domaines dans lesquels les *impact investors* peuvent intervenir. Selon Eurosif (2014), les domaines couverts par l'*impact investing* peuvent être classés en deux groupes distincts :

- **L'intégration sociale** dont le but est d'étendre l'accès à des services abordables, tels que le logement, les soins de santé, la finance et l'enseignement, à des individus à faibles revenus. La microfinance, permettant d'offrir des services financiers aux populations exclues du système bancaire classique, se retrouve également dans cette catégorie.
- **Le développement durable** visant à mettre en place des modes de production durables et garantir un accès à de l'énergie renouvelable, la nourriture, l'eau, etc.

Les *impact investors* utilisent de plus en plus les **Sustainable Development Goals (SDGs)**¹¹, objectifs développés par les Nations Unies, comme cadre d'intervention puisque cela leur permet de diriger leurs investissements vers des thématiques précises. En détaillant ces derniers, l'intervention des *impact investors* sera mieux comprise.

1.3.1. Sustainable Development Goals (SDGs)

Les SDGs, successeurs des *Millennium Development Goals (MDGs)*¹² de 2000, ont été adoptés en septembre 2015 par les Nations Unies. Les SDGs sont des « *goals, targets as well as indicators, focused on eliminating extreme poverty and hunger, fighting inequality, tackling climate change, and achieving sustainable development for everyone* »¹³ (Spiess-Knalf et Scheck, 2017, p.28). En d'autres mots, ces objectifs ont pour but d'éliminer la pauvreté, protéger la planète et assurer la prospérité pour tous d'ici 2030.

Les SDGs sont **en train de devenir une référence** lors des discussions quant aux problèmes sociaux et environnementaux (GIIN, 2016). Ils pourraient donc servir de point de départ pour l'*impact investing*. Il existe 17 SDGs (cf. annexe 1), chacun se concentrant sur un problème spécifique, tel que décrit par l'image ci-dessous.

¹¹ En français : Objectifs de Développement Durable (ODD)

¹² En français : Objectifs du Millénaire pour le Développement (OMD)

¹³ Traduction : « objectifs, cibles et indicateurs, axés sur l'élimination de l'extrême pauvreté et de la faim, le combat contre les inégalités, la lutte contre les changements climatiques et la mise en place d'un développement durable pour tous »

Figure 1 : Les Sustainable Development Goals



Source : United Nations. (s.d.). *Sustainable Development Goals*. Récupéré le 4 avril 2018 de <http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

Les SDGs couvrent donc de manière assez large l'ensemble des problèmes de la société actuelle et offrent de nombreuses opportunités d'investissements pour les *impact investors*.

Selon l'étude annuelle de 2017 réalisée par le GIIN, la majorité des *impact investments* sont réalisés respectivement dans les secteurs suivants : l'immobilier, l'énergie, les services financiers (dont la microfinance), l'agriculture et la nourriture et enfin, les soins de santé. De plus, les *impact investors* interviewés dans le cadre de cette étude (GIIN, 2017) ont indiqué un désir d'augmenter leurs investissements dans les secteurs de l'agriculture et nourriture, l'énergie, l'éducation et les soins de santé.

À nouveau selon le GIIN (2017), 26% des *impact investors* mesurent déjà la performance de leurs investissements par rapport aux SDGs, principalement pour l'objectif n°8 (croissance économique et emploi), ensuite suivi par les objectifs n°7 (énergies renouvelables), n°1 (pauvreté) et n°5 (égalité des sexes). De plus, 34% affirment vouloir commencer à évaluer leur performance par rapport aux SDGs dans un futur proche. Ceci démontre donc bien que les SDGs semblent fournir des domaines d'intervention intéressants pour les *impact investors*, qui les ont déjà grandement adoptés.

Ajoutons que, selon le GIIN (cité par UNDP, 2017, para.13), les *impact investments* ont tendance à être plus conséquents dans les pays développés que dans les pays en développement. Puisque la majorité des *impact investors* proviennent des Etats-Unis, du Canada et d'Europe (cf. supra p.23) et que les *impact investments* sont principalement dirigés vers les pays développés, on peut en déduire que **les *impact investors* préfèrent agir de manière locale.**

1.4. L'impact : pourquoi mesurer, quoi et comment ?

1.4.1. Le problème

Les deux composantes principales d'un *impact investment* – (1) les risques et rendements financiers ainsi que (2) les performances sociales et environnementales – ont des caractéristiques bien distinctes (Reeder *et al.*, 2015). Leurs systèmes de mesure respectifs prendront donc en considération des éléments tout à fait différents.

Il existe de nombreux modèles, certains remontant à plusieurs siècles, permettant d'évaluer et anticiper les risques et rendements financiers (Reeder *et al.*, 2015). Cependant, ceci n'est pas le cas pour les performances sociales et environnementales (Reeder *et al.*, 2015). En effet, les experts de ce domaine éprouvent certaines **difficultés à se mettre d'accord quant aux variables à prendre en compte** et la manière de les mesurer. Il est donc nécessaire d'éclaircir plusieurs éléments afin de pouvoir mettre en place un système de mesure des performances sociales et environnementales.

Un point important à aborder concerne **les formes d'« impact » et résultats clés** devant être pris en compte lors de l'évaluation. En effet, il peut être compliqué de se mettre d'accord quant aux résultats attribuables à une intervention spécifique d'une entreprise (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). Le concept de subjectivité est également un problème lors de l'évaluation des impacts (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). En effet, cela signifie qu'il faut décider quelles actions semblent sociales, justes et éthiques. Il faut donc mener un jugement de valeur. Ainsi, chaque entreprise aura une perception différente de ce qui doit être pris en compte, ce qui rend l'établissement d'un système de mesure difficile. Brignall et Modell avançaient en 2000, au travers d'une recherche¹⁴ portant sur le calcul et la gestion de la performance multi-dimensionnelle, que la mesure de cette dernière sera influencée par les parties prenantes. Ceci soutient donc l'idée qu'il est important d'étudier les acteurs en jeu dans l'*impact investing*. Avec une meilleure compréhension de l'*impact investor*, les experts pourront éventuellement se rapprocher d'une décision unanime quant aux aspects à prendre en compte dans les systèmes de mesure. En effet, si les dynamiques motivant principalement un *impact investor* sont déterminées, alors un avancement vers la détermination des impacts à quantifier sera réalisé.

1.4.2. Raisons : mesurer pourquoi ?

Tel que Jay Coen Gilbert (co-fondateur de B Lab ; cf. infra p.31) l'explique (2017, para.1), « *Investors today wouldn't think of making an investment in a fund or company without audited financials. Investors in the future won't think of investing for impact without demanding third-party-verified impact* »¹⁵. Ceci démontre donc bien l'importance de développer un système de mesure mondialement accepté.

¹⁴ Brignall, S. et Modell, S. (2000). An institutional perspective on performance measurement and management in the 'new public sector'. *Management accounting research*, 11 (3), 281-306. doi : 10.1006/mare.2000.0136

¹⁵ Traduction : « Les investisseurs d'aujourd'hui ne penseraient pas à réaliser un investissement dans un fond ou dans une entreprise sans avoir des états financiers ayant été audités. Les investisseurs du futur ne penseront pas à investir avec impact sans exiger la vérification de cet impact par un tiers »

De plus, mesurer l'impact procure divers avantages, tant pour les investisseurs que pour les cibles de ces investissements. En effet, mesurer l'impact permet aux investisseurs d'obtenir une meilleure analyse de la performance et donc de s'assurer que leurs ressources soient allouées de manière efficace (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). Evaluer et quantifier les impacts permet également aux investisseurs de faire des choix mieux informés (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). Pour ce qui est des entreprises ciblées par ces investissements, évaluer et mesurer l'impact permet de mieux se situer dans l'acheminement un effet désiré et d'augmenter l'efficacité et l'efficience des ressources utilisées (Spiess-Knalf et Scheck, 2017).

1.4.3. Terminologie : mesurer quoi ?

Bien que le terme « impact » soit omniprésent dans le domaine de l'*impact investing*, tout le monde ne le comprend pas de la même manière. En effet, de nombreux termes sont utilisés simultanément : performance sociale, résultat ou valeur mixe (*blended value* ; cf. supra p.25) (Spiess-Knalf et Scheck, 2017).

Selon l'Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE) (cité par Spiess-Knalf et Scheck, 2017, p.137), « *the social effect an organization has achieved can be illustrated by the so-called impact value or results chain* »¹⁶. L'OCDE explique donc que pour quantifier un impact, il faut tout d'abord analyser l'**impact value chain**. Cette dernière comprend les éléments suivant :

- les entrées, c'est-à-dire les ressources utilisées par une entreprise de manière à délivrer l'impact ;
- les activités qui reprennent l'ensemble des actions, programmes et projets d'une entreprise ;
- les sorties regroupant les conséquences et résultats directs et immédiats des activités performées par une entreprise. Ces derniers peuvent être quantifiés et mesurés ;
- les résultats qui recouvrent les changements à court- et moyen-terme qu'une organisation réalise au niveau de ses bénéficiaires directs. Ces derniers peuvent comprendre, par exemple, le développement de nouvelles compétences au sein du groupe-cible et un changement dans leurs comportements et conditions de vie ;
- les impacts, qui sont les effets à long-terme survenant pendant ou après une intervention, et qui touchent plus de personnes qu'uniquement les bénéficiaires directs. Les termes « revenus non-financiers » et « revenus sociaux et environnementaux » sont alors utilisés.

Il est à noter que les éléments de l'*impact value chain* sont interconnectés par un **lien de causalité**, tel que représenté ci-dessous.

¹⁶ Traduction : « l'impact social qu'une organisation a réalisé peut être illustré par la soi-disant *impact value chain* ou chaîne de résultats »

Figure 2 : L'impact value chain



Source : reproduit depuis Spiess-Knalf, W. et Scheck, B. (2017). *Impact Investing : Instruments, Mechanisms and Actors*. Italie : Mario La Torre. doi : 10.1007/978-3-319-66556-6, p.138.

Lorsqu'on analyse l'*impact value chain*, et plus particulièrement le maillon « impacts », il est important de déterminer **la situation de base, le point-mort et les éventuels déplacements d'impact** (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). La situation de base reprend ce qu'il se serait passé, sans l'intervention de l'entreprise, et permet donc de déterminer l'« additionnalité » de cette intervention. La mesure dans laquelle un effet observé se serait passé indépendamment de l'entreprise considérée, est appelé « point-mort » (Simsa, Rausher, Schober et Moder, 2014). Le point-mort représente donc les effets attribuables à d'autres acteurs que l'entreprise analysée. Les éventuels déplacements d'effets peuvent être, par exemple, le transfert d'employés d'une firme à l'autre, à l'instar d'une création réelle de nouveaux emplois. Un dernier point important à prendre en compte lors de la mesure d'un impact est la détérioration éventuelle de cet impact au fil du temps (Spiess-Knalf et Scheck, 2017).

1.4.4. Outils : mesurer comment ?

IRIS et GIIRS sont deux standards de mesure d'impact couramment utilisés. **IRIS** est un système de mesure assez large, applicable au travers de plusieurs secteurs, et pour plusieurs acteurs actifs dans l'*impact investing* (investisseurs, intermédiaires, etc.) tandis que **GIIRS** a été développé en se focalisant plus sur les investisseurs (Harji et Jackson, 2012). Bien qu'IRIS et GIIRS soient devenus des références en terme de mesure d'impact, certaines entreprises continuent d'utiliser leurs propres modèles et indicateurs, en prenant en compte de manière plus spécifique leur *business model* (Harji et Jackson, 2012). Cependant, cela empêche alors de comparer deux investissements.

✓ *Impact Reporting and Investment Standards (IRIS)*

Le GIIN a mis en place IRIS, « *Impact Reporting and Investment Standards* », en 2009. IRIS peut être considéré comme étant un **catalogue de matrices de performance sociale, environnementale et financière** (GIIN, 2018). Ainsi, IRIS inclut des matrices à la fois quantitatives et qualitatives. Ce système de mesure permet d'offrir aux acteurs de ce secteur un langage commun en terme d'indicateurs de résultats (Harji et Jackson, 2012). Ce standard de mesure reprend alors des matrices permettant de calculer la performance (GIIN, 2018) :

- financière ;
- opérationnelle, en évaluant notamment la politique de gouvernance d'entreprise, le traitement de ses employés, l'implication dans les communautés environnantes, etc. ;
- produit, en décrivant et quantifiant les bénéfices sociaux et environnementaux des produits et services ;

- sectorielle, en prenant en compte l'impact social et environnemental du secteur dans son ensemble ;
- des objectifs sociaux et environnementaux, en décrivant et quantifiant le progrès vers l'accomplissement de ces derniers.

Ces matrices ne sont pas fixes pour tout le monde, ce qui permet alors de sélectionner les plus pertinentes, en fonction du *business model* en question. IRIS a été conçu de manière à fonctionner avec d'autres initiatives, tel que GIIRS.

✓ *Global Impact Investing Rating System (GIIRS)*

GIIRS, « *Global Impact Investing Rating System* », est un second système de mesure des performances sociales et environnementales d'entreprises, mais également des fonds d'investissement. Cette initiative a été lancée en 2010 par B Lab, une organisation indépendante et non lucrative ayant pour mission de construire une communauté d'entreprises certifiées « *B Corps* » (*B Corporations*), suivant toutes des critères stricts de performance sociale et environnementale, de transparence et de gouvernance (B Lab, 2018). B Lab désire aider les entreprises, investisseurs et institutions à prendre en compte et mesurer les bons indicateurs via leur formulaire « *B Impact Assessment* » et leur plateforme « *B Analytics* » (B Lab, 2018). B Lab offre ainsi la **possibilité d'évaluer et de vérifier l'impact d'un portefeuille, d'une *supply chain* ou d'un partenariat** en analysant l'ensemble des entreprises et fonds compris dans ce(s) dernier(s), et d'ensuite comparer la performance en termes d'impact à celle d'autres investisseurs, entreprises durables ou fonds présents dans le même secteur (B Lab, 2018). Les évaluations sont donc complètes, comparables et complémentaires.

En 2013, il y avait 760 *B Corps*, originaires de 27 pays et 60 industries (World Economic Forum, 2013). Actuellement, il en existe plus de 2.100, originaires de plus de 50 pays et 130 industries (B Lab, 2018). Ainsi, de plus en plus d'entreprises désirent être certifiées en tant que *B Corps*, puisque cela leur donne un statut mondialement reconnu.

1.5. Challenges du secteur

L'*impact investing* fait encore face à de nombreux challenges qui doivent être relevés afin de devenir une stratégie d'investissement largement recommandée et utilisée. Ainsi, dans le rapport de 2017 publié par le GIIN, on retrouve de nombreux problèmes et challenges futurs auxquels l'*impact investing* doit faire face en vue de croître davantage.

Selon les 208 *impact investors* interviewés dans le cadre de ce rapport (2017), **le manque de capital disponible à travers le spectre risque/rendement** reste l'un des challenges les plus significatifs de cette stratégie, et ce depuis plusieurs années consécutives. Par une meilleure compréhension de l'*impact investor*, but principal de cette recherche, les entreprises seront éventuellement capables de mieux cibler ces investisseurs lors de leurs levées de capitaux et donc, plus de capital pourra peut-être être mis à disposition, ce qui solutionnera éventuellement en partie ce problème.

On retrouve ensuite **le manque d'opportunités d'investissement** avec suivi de performance sur plusieurs années et également un **manque de systèmes de mesure** d'impact, ceci étant

partiellement dû au peu de recherches et de données sur les produits d'investissement proposés et sur la performance de ces derniers (GIIN, 2017). Déjà en 2008, Eurosif citait le **manque d'historique de performance et de risque** comme étant une barrière au développement de l'*impact investing*, puisque ceci empêche et freine la confiance des investisseurs. Brest et Born (2013) mettent d'ailleurs en avant que l'*impact investing* fait face à un certain scepticisme de la part des investisseurs quant au fait de réaliser tant des rendements financiers que des impacts sociaux et environnementaux (ce qui fait notamment référence à l'*impact washing* ; cf. supra p.25). Le peu d'opportunités d'investissement entraîne également le problème que certains investissements sont accessibles parfois uniquement via une seule sorte d'instrument (Johnson et Lee, 2013).

Johnson et Lee (2013) soulignent également le fait que la plupart des *impact investments* sont **peu liquides de nature**, de par le fait qu'il s'agit souvent d'investissements réalisés dans le secteur privé et non public. Ainsi, le marché n'est pas suffisamment développé que pour offrir aux investisseurs la possibilité de sortir de leurs investissements dans un délai raisonnable (Brest et Born, 2013). Le GIIN (2018) affirme qu'il est nécessaire d'élargir le nombre de produits d'*impact investing* pour l'ensemble du spectre d'investisseurs (des clients *retail* à institutionnels). Tel que Spengler, CEO d'Enclude¹⁷, l'explique, « *Impact investing must be democratized for the full range of investors (...). Otherwise, it will be perceived as the hobby of the elite* »¹⁸ (cité par GIIN, 2018, p.49). Avec une meilleure compréhension de l'*impact investing* et de l'*impact investor* en particulier, objectif premier de cette recherche, les entreprises et différentes nations seront peut-être plus enclines à cibler ces investisseurs et à créer davantage de solutions de ce type, ce qui permettra alors d'éventuellement augmenter l'offre de solutions et d'améliorer la liquidité du marché.

Parmi les autres challenges cités dans le rapport du GIIN (2017), on retrouve le **manque de clarté conceptuelle** et d'une définition précise mais également un **manque de professionnels** possédant les bonnes connaissances et capacités, ce point ayant déjà été relevé par Eurosif il y a une dizaine d'années. En effet, les experts chargés de la sélection et du suivi des investissements doivent posséder les capacités interdisciplinaires nécessaires permettant d'assurer qu'un investissement réalise effectivement les objectifs financiers et sociaux attendus (Johnson et Lee, 2013). Le GIIN (2018) affirme qu'il est primordial de renforcer l'identité de l'*impact investing* afin que ce domaine puisse davantage se développer. Ce ne sera que par des analyses complètes de l'*impact investing* et de l'*impact investor* que les experts pourront mieux comprendre cet univers et développer les connaissances et capacités requises, et qu'une définition précise et unanime pourra être créée. En comprenant mieux les *impact investors*, les professionnels sauront donc mieux les approcher et mieux les conseiller.

Le GIIN (2017) souligne également le **manque de support gouvernemental** comme étant une barrière au développement de l'*impact investing*. En effet, l'*impact investing* ne bénéficie

¹⁷ Enclude est une entreprise spécialisée dans les services bancaires de conseils et d'investissements pour une croissance durable des petites entreprises et institutions financières présentes dans les économies émergentes.

¹⁸ Traduction : « L'*impact investing* doit être démocratisé de manière à ce que l'ensemble des investisseurs puissent y participer. Sinon, il sera perçu comme le passe-temps de l'élite »

toujours pas des politiques appropriées permettant d'encourager ce type d'investissement. Le gouvernement est capable d'exercer une influence significative sur les marchés, que ce soit en tant que co-investisseur, régulateur, normalisateur ou atténuateur de risque (McGrath, 2017). Ainsi, pour stimuler la croissance de *l'impact investing*, un partenariat proactif et intentionnel entre le gouvernement et le secteur privé est nécessaire (McGrath, 2017). Le gouvernement joue donc un rôle capital dans le développement de cette stratégie d'investissement. Vaccaro (2014) ajoute qu'une des barrières au développement de *l'impact investing* est le **manque d'avantages fiscaux**, ce que le GIIN (2018) considère comme étant un facteur important du développement futur de *l'impact investing*. Par une meilleure compréhension des *impact investors*, et du fonctionnement de l'univers de *l'impact investing*, les régulateurs sauront éventuellement mettre en place les politiques appropriées de manière à stimuler ces investissements. La recherche entend donc fournir les données permettant de réaliser cela.

Chapitre 2 : Ecosystème de l'*impact investing*

Le second chapitre de cette première partie est sectionné en trois. Le chapitre débute avec une vue d'ensemble des intervenants présents dans l'univers de l'*impact investing*, ce qui permet de mieux comprendre l'interaction des *impact investors* avec d'autres entités. Il est important de comprendre la place des *impact investors* au sein de ce secteur avant de les analyser plus en profondeur. Le chapitre décrit ensuite les instruments via lesquels les *impact investors* peuvent agir, de même que le processus d'investissement, afin de mieux comprendre l'intervention de ces investisseurs. Enfin, le chapitre se conclut par une brève analyse du rendement et du risque des *impact investments* ainsi qu'une explication du seuil d'intervention de ces derniers. Ceci permet donc de mieux concevoir les investissements réalisés par les *impact investors* et donc les différencier des investissements plus traditionnels.

2.1. Les intervenants

Le domaine de l'*impact investing* comprend une multitude d'acteurs, tous interconnectés entre eux. Parmi les intervenants actifs dans le domaine de l'*impact investing*, nous retrouvons bien évidemment l'*impact investor* au centre de ce secteur d'investissement. Ceci dit, il n'agit pas seul et est entouré par de nombreux autres acteurs. Au cours des dernières années, le nombre et la diversité d'acteurs présents dans cette pratique a augmenté de manière impressionnante.

2.1.1. L'*impact investor*

Selon Rodin et Brandenburg (2014), on retrouve deux catégories d'*impact investor*. En effet, bien que ces derniers accordent de l'importance quant à l'incidence sociale et environnementale de leurs investissements, ils ne négligent toutefois pas l'aspect financier. En fonction de l'importance placée sur les rendements financiers, un *impact investor* se trouvera soit dans la catégorie **finance-first** ou **impact-first** (Rodin et Brandenburg, 2014). L'intention du premier groupe d'*impact investors* est de maximiser le rendement financier (Hebb, 2013). Ils sont donc prêts à réduire l'impact social et environnemental de manière à atteindre leur objectif financier. La seconde catégorie d'*impact investors* est à l'opposé de la première. En effet, les investisseurs *impact-first* désirent réaliser avant tout un impact social et environnemental et sont alors prêts à renoncer à une partie de leurs rendements financiers (Hebb, 2013). Ainsi, au sein même de la catégorie d'*impact investors*, on retrouve une **diversité d'objectifs** en terme d'attentes de rendements financiers et d'impacts (Rodin et Brandenburg, 2014). Cependant, en pratique, la distinction entre les deux groupes est plus floue qu'elle ne l'est théoriquement et il est courant d'observer des stratégies d'*impact investing* combinant les deux approches. Ainsi, lors d'interviews réalisées par Roundy *et al.* (2017), on remarque que les *impact investors* ont tous une opinion différente quant au degré d'équilibre à trouver entre les revenus financiers et l'incidence sociale et environnementale.

Les *impacts investors* opèrent soit **individuellement**, en **groupe** ou de manière **institutionnelle** (Roundy *et al.*, 2017). Ils ont également des affinités avec les entrepreneurs sociaux (cf. infra p.39) puisque ces derniers lancent des projets ayant pour but de solutionner des problèmes

sociétaux via des méthodes novatrices, axées vers le monde de l'entrepreneuriat (Roundy *et al.*, 2017). En créant ces entreprises sociales, les entrepreneurs sociaux génèrent à la fois de la valeur financière (par la vente de produits et/ou services) et sociétale (en s'attaquant à, par exemple, des problèmes sociaux tels que le trafic humain).

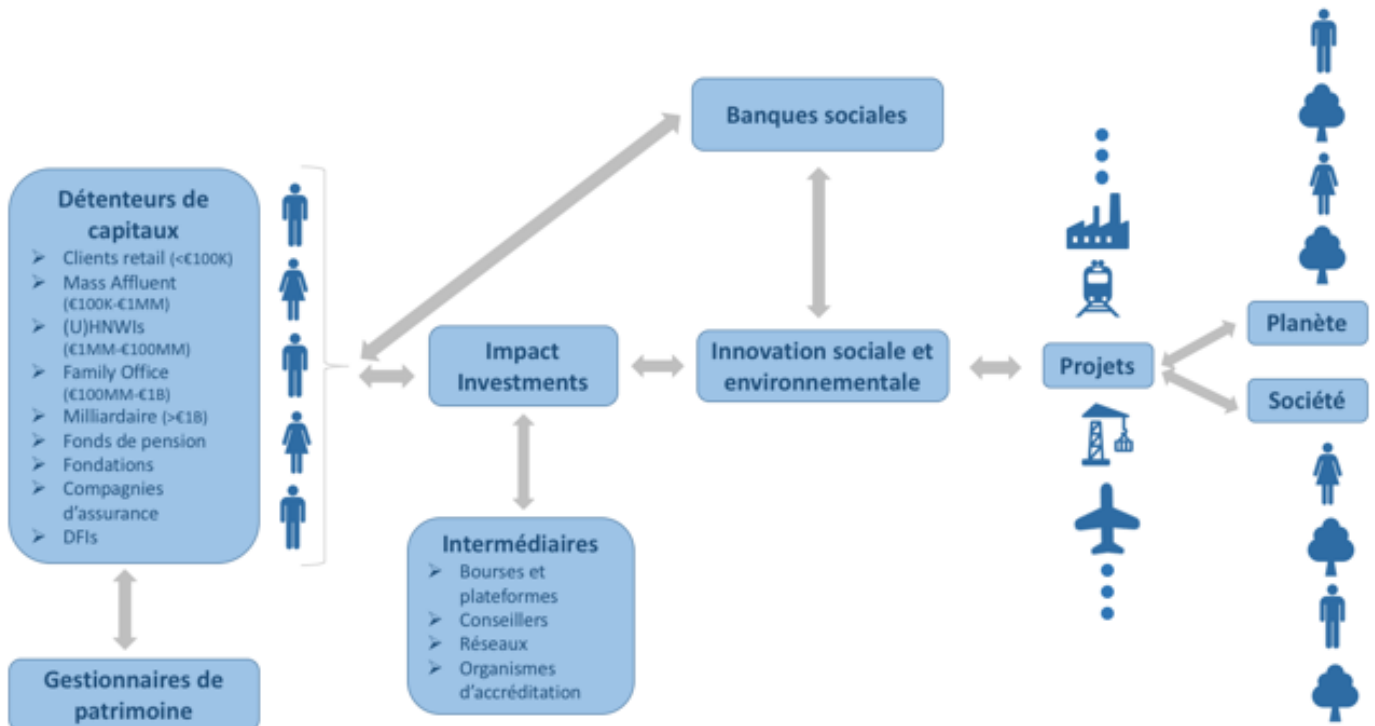
En plus de la philosophie de rendement financier poursuivie, le GIIN (2017) affirme que les thématiques d'impact choisies (cf. supra p.26) divergent également grandement entre les *impact investors*, ce qui permet de les différencier davantage. Les *impact investors* seront également segmentés selon des critères plus traditionnels tels que la localisation et la classe d'actifs choisie (cf. infra p.43) (GIIN, 2017). De plus, les *impact investors* auront des motivations de s'engager dans cette pratique d'investissement différentes, ce qui permet également de les différencier entre eux. Pour rappel, l'objectif de ce mémoire est d'établir une certaine généralité quant à ces motivations, point de départ vers une meilleure compréhension de ces investisseurs.

2.1.2. Catégories d'acteurs

Selon Jackson (2013), l'ensemble des acteurs impliqués dans l'*impact investing* peuvent être regroupés en quatre catégories. Les **asset owners** reprennent l'ensemble des personnes détenant les capitaux ; les **asset managers** comprennent les gestionnaires déployant les capitaux ; les **demand-side actors** sont les acteurs recevant et utilisant les capitaux et les **service providers** aident au fonctionnement de ce marché.

Tous ces acteurs interagissent entre eux de différentes manières en suivant des buts spécifiques, tel que représenté dans la figure ci-dessous. Ainsi, les individus détenant les capitaux (*asset owners*) réaliseront des investissements sur base des conseils de leurs gestionnaires de patrimoine (*asset managers*) et grâce à l'aide de divers intermédiaires (*service providers*), dans des entreprises promouvant l'innovation sociale (*demand-side actors*). Les banques sociales réaliseront également des prêts envers ces entreprises, grâce au capital récolté via les individus détenant les capitaux.

Figure 3 : Ecosystème de l'impact investing



Source : reproduit et adapté de World Economic Forum. (2013). *From the Margins, to the Mainstreams*. Genève : World Economic Forum. Récupéré de http://www3.weforum.org/docs/WEF_IL_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf, p.12.

A. Les détenteurs de capitaux

✓ Les High Net Worth Individuals (HNWIs) et les Family Offices (FOs)

Parmi les individus détenant les capitaux, les plus actifs dans l'*impact investing* sont les *High Net Worth Individuals* (HNWIs) et les *Family Offices* (FOs) (World Economic Forum, 2013). En effet, selon le GIIN (2017), les HNWIs et FOs représentent la source de capital la plus importante dans le domaine de l'*impact investing*.

Les individus à hauts revenus, ou **High Net Worth Individuals** (HNWIs), détiennent au moins 1 million de dollars d'actifs, en excluant la résidence principale, les objets de collections, les biens consommables et les biens de consommations durables (Moore, 2017). La population d'individus considérés comme HNWIs a augmenté de 7,5% en 2016 (Capgemini, 2017, para.1). Les Etats-Unis comptent ainsi le plus grand nombre d'HNWIs avec 5,2 millions d'individus à hauts revenus (Capgemini, 2017, para.1). A titre comparatif, en Belgique, la population de HNWIs atteint 114,2 mille individus et a presque doublé depuis 2008 (Capgemini, 2017, para.1). Selon Eurosif (2008), les HNWIs sont de plus en plus actifs dans les stratégies d'investissement durable et on remarque un parallèle grandissant entre les deux.

Le terme « **Family Office** » (FO) réfère à une entité légale développée par une ou plusieurs famille(s), et gérant plus de 100 millions de dollars d'actifs (Beers, 2011). Selon Wessel (2013), un FO est donc une organisation familiale privée et unique ayant été créée afin d'offrir des

services personnels de gestion de fortune pour chaque individu-membre de la ou les famille(s), ainsi que de protéger et préserver l'héritage et les valeurs de la ou les famille(s). Ces entités familiales offrent également des services plus personnels, tels que la gestion d'une collection d'art d'un membre de la famille (Beers, 2011). Il y a donc une combinaison d'objectifs financiers et non-financiers (Wessel, 2013). Les FOs sont de plus en plus actifs dans l'*impact investing*, offrant de plus en plus de solutions durables aux membres des familles en question, au travers de toutes les classes d'actifs (World Economic Forum, 2013).

Les HNWIs et FOs ont généralement un haut niveau de flexibilité lors des décisions d'investissement, comparé à d'autres détenteurs de capitaux plus traditionnels (World Economic Forum, 2013). Ces derniers seront également plus autonomes, puisqu'ils ont souvent moins de parties prenantes à gérer et à prendre en compte. Dans le cas d'un FO, il y aura souvent qu'un ou deux membre(s) de la famille s'occupant des décisions d'investissement à réaliser, au contraire des comités d'investissement plus traditionnels reprenant une multitude de personnes (World Economic Forum, 2013).

✓ Les fondations privées

Les fondations privées sont d'importantes sources de financement pour l'*impact investing*, étant donné l'attention particulière qu'elles donnent à solutionner les problèmes sociaux clés (World Economic Forum, 2013). Selon le GIIN (2017), il s'agit de la seconde source de capitaux la plus conséquente dans le domaine de l'*impact investing*.

Les **fondations privées** sont des organisations indépendantes qui se déclinent en deux catégories : les fondations familiales et les fondations dites « *corporate* » (Drummer et Marshburn, 2014). Les **fondations familiales** suivent généralement un objectif spécifique, souvent déterminé par la famille fondatrice. Ce dernier peut être, par exemple, financer des bourses scolaires ou aider l'hôpital local. Les **fondations « corporate »** sont, quant à elles, des organisations fondées par une entreprise-mère et suivent les objectifs de cette dernière. Ces objectifs sont toujours décrits de manière claire et précise sur leur site internet, au contraire des objectifs des fondations familiales qui peuvent être plus flous.

En Belgique, le nombre de fondations privées a fortement augmenté depuis la loi de 2002 clarifiant le concept de fondation et introduisant le statut de fondation privée (Mernier et Xhaufclair, 2017). Ainsi, en 2015, on recensait 1.178 fondations privées, contre 11 en 2002 (Mernier et Xhaufclair, 2017, p.11). Cependant, on remarque qu'en Belgique, ces fondations sont souvent utilisées pour des raisons privées, comme par exemple dans le but d'une succession patrimoniale à moindre coût ou d'une gestion de collections d'art privées (van Zantbeek et Draye, 2012). A titre illustratif, la fondation FOLON est une fondation privée belge ayant pour but de gérer la collection d'art de l'artiste décédé en 2005 (La Hulpe, 2018). Ainsi, il est difficile de trouver une fondation privée belge ayant pour mission première de solutionner des problèmes sociaux comme cela se fait dans d'autres pays. Aux Etats-Unis par exemple, la plus grande fondation privée est la *Bill & Melinda Gates Foundation* et est considérée comme l'un des plus grands *impact investors* (Brest, 2016). Cette fondation s'attaque à des problèmes dans cinq domaines (Bill & Melinda Gates Foundation, 2018) : les maladies infectieuses dans les pays

en développement, la disponibilité de médicaments dans ces même-pays, la stimulation d'une croissance économique durable, l'amélioration de l'éducation dans les communautés vulnérables de Washington et des actions de plaidoirie et de développement de politiques publiques dans plusieurs pays. La fondation est présente et active sur chaque continent du monde. Le but premier de cette fondation est donc clairement un but social.

✓ Development Finance Institutions (DFIs)

Selon Savoy, Carter et Lemma (2016, p.V), « *Development Finance Institutions (DFIs) are government-backed institutions that invest in private-sector projects in low- and middle-income countries* »¹⁹. En d'autres mots, les DFIs sont des banques spécialisées dans le développement dans lesquelles le gouvernement détient une majorité des parts (EDFI, 2018). Les **sociétés financières de développement** cherchent donc à investir dans des projets durables, souvent en parallèle avec des investisseurs privés. On remarque un intérêt grandissant pour ce type d'organisation puisque son nombre a fortement augmenté ces dernières années (Savoy *et al.*, 2016). Les régulateurs désirent davantage supporter les DFIs puisque ces dernières sont bien placées pour s'attaquer aux SDGs et sont donc capables donc de générer une grande incidence sociale et/ou environnementale via leurs participations. En général, ces entités sont plus actives dans les premières étapes de financement d'une société (World Economic Forum, 2013).

Depuis 2001, les ressources financières allouées par les sociétés financières de développement ont explosé. Ainsi, entre 2000 et 2014, le total des capitaux déployés par les DFIs a septuplé, passant de 10 à 70 milliards de dollars (Savoy *et al.*, 2016, p.5). Ceci correspond approximativement à un taux de croissance de 10% par an (Savoy *et al.*, 2016, p.5).

Les DFIs européennes font généralement partie de l'association européenne des sociétés financières de développement, la EDFI, créée en 1992 afin de renforcer la coopération entre ces dernières, améliorer leur efficacité mais également afin de faciliter l'apprentissage et le partage de connaissances entre ces différentes organisations (EDFI, 2018). Actuellement, l'association reprend 15 membres, tous membres de l'Union Européenne (UE) et/ou de l'Association Européenne de Libre-Echange (EFTA). Parmi ces 15 membres, on retrouve BIO (Biotechnology Innovation Organization), une société belge d'investissement dans les pays en développement (Savoy *et al.*, 2016). Leur « mission [est] de favoriser la mise en place d'un secteur privé fort dans les pays en développement et émergents, pour leur permettre d'accéder à une croissance et à un développement durables » (BIO, 2010, para.1), dans le cadre des SDGs.

La Banque Européenne d'Investissements (BEI) est considérée comme étant une DFI régionale (EDFI, 2018), puisqu'elle concentre 90% de son activité en Europe (European Investment Bank, 2018). Ainsi, la BEI « apporte ses financements et son savoir-faire à l'appui de projets d'investissement durables qui contribuent à la réalisation des grands objectifs de l'UE » (European Investment Bank, 2018, para. 1). La BEI finance des projets majoritairement sous forme de prêts. Elle a « joué un rôle pionnier sur le marché des obligations vertes, en émettant,

¹⁹ Traduction : « Les sociétés financières de développement sont des institutions soutenues par le gouvernement qui investissent dans des projets du secteur privé dans les pays à faible ou moyen revenu »

il y a une dizaine d'années, la première « obligation climatiquement responsable » (OCR) au monde » (European Investment Bank, 2018, para.1).

✓ Les fonds de pension et compagnies d'assurance

Les **fonds de pensions, compagnies d'assurances** et autres investisseurs du même type sont beaucoup moins actifs dans l'*impact investing* que les deux catégories mentionnées précédemment, surtout lorsque les investissements génèrent un rendement inférieur au marché (World Economic Forum, 2013). Ainsi, au vu de leurs responsabilités fiduciaires, les fonds de pension et compagnies d'assurance ne réaliseront pas d'*impact investments* si les rendements financiers sont amoindris au profit d'un objectif durable (Vishkin, 2017). Ceci dit, les fonds de pension et compagnies d'assurance considèrent de plus en plus l'*impact investing* comme stratégie d'investissement, à partir du moment où l'objectif durable de l'investissement n'implique pas des rendements financiers plus faibles (World Economic Forum, 2013). En d'autres mots, tant que le rendement financier n'est pas réduit, ces investisseurs se tourneront davantage vers des solutions d'investissement plus durables.

B. Les entreprises sociales et innovation sociale

Comme précédemment expliqué, les *impact investors* ont une certaine affinité avec les **entrepreneurs sociaux**. En effet, l'*impact investing* finance principalement les **innovations sociales** et ces dernières sont généralement réalisées dans des entreprises dites sociales, dirigées par un entrepreneur social.

Le concept d'entrepreneuriat social apparaît dans des recherches scientifiques depuis les années 1980, lorsque les gouvernements ont progressivement diminué leurs interventions de financement des services sociaux, ce qui a mené les organisations sans but lucratif à repenser leur *business model* et à chercher de nouvelles sources de revenus (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). Cette quête de nouvelles sources de revenus a donné naissance à l'entrepreneuriat social.

Il existe une multitude de définitions caractérisant une entreprise sociale (Spiess-Knalf et Scheck, 2017). En effet, les buts sociaux poursuivis par ces entreprises sociales sont multiples, ce qui rend leur définition complexe. Ainsi, certaines entreprises sociales se concentreront sur la protection des forêts tropicales, tandis que d'autres se tourneront vers les sans-abris, ou bien essayeront de réduire l'inégalité de sexes. De plus, les entreprises sociales ne sont pas limitées à une seule forme légale puisque ces dernières peuvent prendre la forme d'une organisation avec ou sans but lucratif, voire une combinaison des deux (Schöning, 2013).

L'**innovation sociale** est un thème récurrent lorsque l'on aborde le sujet des entreprises sociales (Schmidpeter, 2013). Rüede et Lurtz (2012) définissent le concept en affirmant que cela comprend sept points : (1) le bien-être humain, (2) les pratiques sociales, (3) le développement de communautés centrées sur l'humain, (4) les organisations de travail, (5) les aspects non-technologiques de l'innovation, (6) la prestation de travail social et (7) des innovations dans un monde numérique. Ainsi, les entreprises sociales travaillent, en général, sur plusieurs de ces thèmes en même temps. L'innovation sociale est donc le mécanisme par lequel les entrepreneurs sociaux agissent (Schöning, 2013).

Dans le cadre de ce travail, une définition est retenue : « *social enterprises pursue the goal of solving or alleviating social problems, using entrepreneurial means* »²⁰ (Spiess-Knalf et Scheck, 2017, p.14). Une entreprise sociale cherche donc à exploiter une opportunité de manière à créer de la richesse sociale. De manière générale, une entreprise sociale sera encore au stade de **start-up** et cherchera alors du financement auprès des *impact investors* afin de financer son développement (Gregory, 2016).

C. Les intermédiaires

Les **intermédiaires**, principalement financiers, jouent un rôle crucial dans le développement de l'*impact investing*. Les intermédiaires présents sur les marchés financiers agissent principalement en tant que fournisseur d'information (Slager et Chapple, 2016). Ainsi, ces derniers permettent de lier l'offre à la demande et aident à améliorer l'efficacité du marché en créant de la liquidité, réduisant le risque, diminuant les coûts de transaction et facilitant les mécanismes de paiement (World Economic Forum, 2013). En raison du stade précoce de développement de ce secteur, on retrouve principalement des intermédiaires de petite taille mais hautement spécialisés.

Selon le World Economic Forum (2013), ces intermédiaires se regroupent en quatre catégories : les bourses et plateformes d'investissement, les conseillers, les réseaux et les organisations d'accréditation.

✓ Les bourses et plateformes d'investissement

Les **bourses et plateformes d'investissements** permettent de faciliter la recherche d'opportunités d'*impact investing* (Mendell et Barbosa, 2013). Ces dernières jouent un rôle important puisqu'elles permettent de lier l'offre à la demande (Mendell et Barbosa, 2013). Alors que les bourses traditionnelles facilitent les transactions depuis de longues années, la première bourse dite sociale a été officiellement lancée à Londres en 2013 (World Economic Forum, 2013). Cette bourse sociale liste l'ensemble des entreprises sociales négociées sur la bourse de Londres, la *London Stock Exchange* (LSE). Ce nouveau type de bourse permet de faciliter l'accès aux *impact investors* à un ensemble de titres liquides d'entreprises sociales (World Economic Forum, 2013). À côté des bourses sociales, il existe de nombreuses plateformes utilisées comme outils d'information permettant de trouver des *impact investments* par secteur, pays et classe d'actifs (World Economic Forum, 2013). Par exemple, ImpactBase, une base de données gérée par le GIIN, permet aux investisseurs accrédités de rechercher des fonds à impact, consulter les caractéristiques de ces derniers et contacter les gestionnaires en charge.

✓ Conseillers

En général, les décisions d'investissement d'investisseurs sont influencées par des **conseillers** (Paetzold, Busch et Chesney, 2015). Ainsi, on remarque que les produits financiers deviennent de plus en plus complexes. Les conseillers seront donc là pour expliquer l'ensemble des produits

²⁰ Traduction : « les entreprises sociales poursuivent l'objectif de résoudre ou d'atténuer les problèmes sociaux, en utilisant des moyens entrepreneuriaux »

à leurs clients, ce qui influencera grandement leurs choix. Ces derniers jouent donc un rôle crucial dans les marchés financiers, et plus précisément dans l'*impact investing* puisqu'ils aident à la création de programmes d'*impact investments*, de portefeuilles à impact et de stratégies d'*impact investments* au travers de plusieurs classes d'actifs (World Economic Forum, 2013). Généralement, ces conseillers se spécialisent dans une niche de marché, en conseillant uniquement un segment précis d'*impact investors* (World Economic Forum, 2013). Par exemple, un conseiller se spécialisera dans les investissements réalisés uniquement par les fondations privées.

En Belgique, Crédit Agricole agit partiellement en tant que conseiller dans le domaine d'*impact investing*, à l'échelle mondiale. En effet, ces derniers structurent de nombreux produits d'*impact investing* et permettent de lier l'offre à la demande (C. Cogels, communication personnelle, 2 mai 2018). Ainsi, Crédit Agricole a notamment aidé à la structuration de l'OLO verte lancée par la Belgique en mars dernier (C. Cogels, communication personnelle, 2 mai 2018). D'autres exemples sont la structuration d'une obligation verte pour l'entreprise Mitsubishi au Japon, Westpac en Australie ou bien encore Toyota aux Etats-Unis (Crédit Agricole Corporate and Investment Bank, 2018).

✓ Réseaux

Les **réseaux** permettent de fournir les ressources et services nécessaires au développement de l'écosystème de l'*impact investing* (World Economic Forum, 2013). Ce sont généralement des organisations aidant à promouvoir de meilleures pratiques d'investissement, à créer de nouveaux partenariats ou à augmenter la taille du secteur de l'*impact investing* (World Economic Forum, 2013). Le GIIN est un bon exemple et figure parmi l'un des plus grands réseaux présents dans le domaine de l'*impact investing*. Les membres de ces réseaux co-investissent souvent dans les mêmes opportunités, de manière à se répartir le risque et à regrouper les capitaux (World Economic Forum, 2013).

✓ Les organisations d'accréditation

Les **organisations d'accréditation** permettent d'établir une relation de confiance, de par la vérification objective des performances sociales et environnementales des entreprises ciblées et des fonds à impact (World Economic Forum, 2013). B Lab est une organisation d'accréditation réputée délivrant des certificats prouvant l'impact social ou environnemental de l'entreprise analysée.

D. Les gestionnaires de patrimoine

Les **gestionnaires de patrimoine** sont d'importants acteurs puisqu'ils conseillent les investisseurs quant aux différentes stratégies d'investissement et structures de portefeuille existantes (World Economic Forum, 2013). Ceci dit, peu de gestionnaires sont au courant des différents produits et fonds rentrant dans la catégorie d'*impact investing*. Ainsi, selon le World Economic Forum (2017, p.17), sur plus de quatre mille HNWIs américains, 50% affirmaient que leurs gestionnaires ne leur avaient pas recommandé ce type de produits d'investissement, et 48% affirmaient en être intéressés. Il y a donc un potentiel non-exploité. Ceci dit, au vu de la

demande grandissante de la part de leurs clients, de plus en plus de gestionnaires de patrimoine se renseignent sur l'*impact investing* et envisagent d'entrer dans ce secteur.

E. Les banques sociales

Les **banques sociales** détiennent un rôle crucial dans le secteur de l'*impact investing*. Selon Weber et Remer (2011, p.2), les banques sociales « *aim to have a positive impact on people, the environment and culture by means of banking, i.e. savings accounts, loans, investments and other banking products and services* »²¹. Ces dernières peuvent être divisées en deux groupes distincts : les banques sociales commerciales et les *Community Development Finance Institutions* (CDFIs).

✓ Les banques sociales commerciales

Les **banques sociales commerciales** sont généralement membre du *Global Alliance For Banking on Values* (GABV) (Weber et Remer, 2011), un réseau indépendant de banques ayant recours à la finance afin d'assurer un développement durable économique, social et environnemental. En d'autres mots, ces banques-membres de la GABV suivent plusieurs principes (GABV, 2012). Tout d'abord, elles favorisent l'approche *triple-bottom-line* (cf. supra p.25) et se concentrent alors sur les thématiques « *people, planet et prosperity* ». Ensuite, les banques sociales sont grandement impliquées dans les communautés dont elles font partie en finançant l'économie réelle et en soutenant les entreprises durables. Ces banques privilégient des relations-client fortes et à longue durée. Elles ont une vision à long-terme, afin de réduire le risque de perturbations externes et d'assurer la continuité de leurs opérations. Enfin, les banques sociales commerciales maintiennent un haut degré de transparence et d'inclusion dans leur politique de gouvernance.

Parmi les membres de ce réseau de banques sociales commerciales, se trouve la banque Triodos, originaire des Pays-Bas et l'unique banque sociale commerciale active en Belgique. Avec plus de huit milliards d'euros sous gestion, la banque cherche à permettre aux individus, institutions et entreprises d'utiliser leur argent d'une manière plus consciencieuse, de façon à ce que cela bénéficie à l'environnement et à la population globale, tout en promouvant les SDGs (World Economic Forum, 2013).

✓ Community Development Finance Institutions (CDFIs)

Les **CDFIs** cherchent à procurer des ressources financières aux communautés sous-desservies et à faible revenu (Lehn, Rubin et Zielenbach, 2004). Ces « institutions financières de développement local sont des organismes bancaires agréés par le *CDFI Fund* du ministère des Finances, et assurent des services très larges : prêts aux particuliers, crédits immobiliers, prêts aux petites entreprises, aux promoteurs d'immobilier locatif « social », prises de participation, financement des associations » (Matray, 2008, p.207).

²¹ Traduction : « visent à avoir un impact positif sur les personnes, l'environnement et la culture au moyen des services bancaires, c'est-à-dire les comptes d'épargne, prêts, investissements et autres produits et services bancaires »

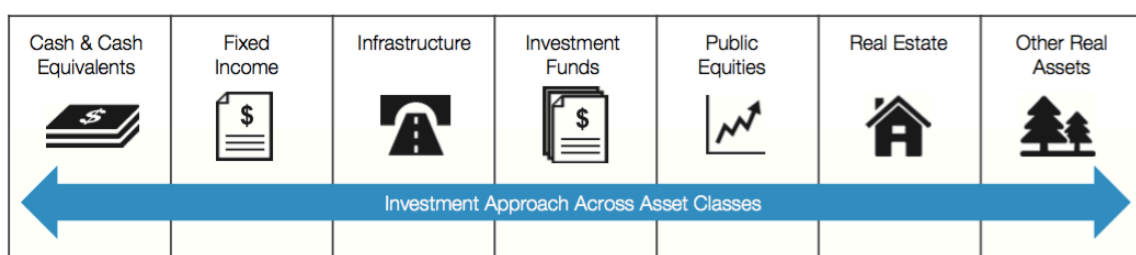
Selon Bugg-Levine (2012), les CDFIs ont été impliquées dans l'*impact investing* avant même que ce terme ne devienne populaire. En effet, ces dernières accordent des prêts depuis plusieurs années aux personnes socialement et économiquement fragilisées. Les CDFIs sont considérées comme étant un acteur important de l'écosystème de l'*impact investing*. Comme l'explique Bugg-Levine (2012, p.153), « *CDFIs are poised to be an important partner for impact investors, bringing their decades of knowledge in financing the organizations that tackle social issues* »²².

Les CDFIs sont uniquement présentes aux Etats-Unis. Cependant, on retrouve un acteur bancaire similaire en Belgique : les **coopératives bancaires sociales** dont « la finalité n'est pas la rémunération du capital mais l'amélioration du sort des populations par la mise en commun de ressources. C'est la pérennité de l'entreprise qui est visée et la rentabilité ne s'exprime que sur le long terme » (Bachet, 2012, p.98). Crédal est une coopérative active à Bruxelles et en Wallonie. Elle fait partie du Conseil National de la Coopération, ce qui lui procure plus de transparence au niveau de sa finalité sociale (Crédal, s.d.). Crédal (s.d., para.2) « finance des entreprises durables, des entrepreneurs exclus bancaires et des particuliers aux revenus modestes ». Selon Simon (2014), Crédal se finance exclusivement via des investissements ayant pour but d'acquérir des parts de coopérateurs. Ces parts délivrent, dans le meilleur des cas, un dividende approchant le taux d'inflation belge (Simon, 2014).

2.2. Les instruments d'impact investing

La majorité des auteurs et professionnels ayant réalisés des recherches sur le sujet s'accordent à dire que l'*impact investing* consiste en un critère de choix d'options d'investissement au travers de différentes classes d'actifs. Selon le World Economic Forum (2013), toutes les classes d'actifs offrent des opportunités d'*impact investing*. Celles-ci comprennent les obligations, les actions, les fonds d'investissement et d'autres formes telles que reprises dans la figure ci-dessous. En suivant cette logique, l'*impact investing* est alors considéré comme une **approche d'investissement**, et non comme une catégorie d'actifs en tant que telle.

Figure 4 : Les classes d'actifs d'impact investing



Source : World Economic Forum. (2013). *From the Margins, to the Mainstreams*. Genève : World Economic Forum. Récupéré de http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_From_Margins_Mainstream_Report_2013.pdf, p.19

²² Traduction : « Les CDFI sont sur le point de devenir un partenaire important pour les *impact investors*, apportant leurs décennies de connaissances dans le financement des organisations qui traitent des questions sociales »

Il existe néanmoins une seconde école de pensée. En effet, J.P. Morgan a sorti en 2010 une étude (O'Donohoe *et al.*, 2010) démontrant que l'*impact investing* représentait une **classe d'actifs émergente** à part et distincte des autres classes d'actifs traditionnelles telles que les obligations et actions. Ils considèrent donc qu'une classe d'actifs n'est plus définie simplement par la nature des actifs sous-jacents, mais plutôt par la manière dont les institutions s'organisent autour d'eux. Les auteurs du rapport (2010) affirment donc que l'*impact investing* posséderait les caractéristiques amenant à cette différenciation.

De manière plus pratique, **les fonds d'*impact investing* représentent l'instrument le plus généralisé** afin de faire *impact investments* (World Economic Forum, 2013). Ces derniers se distinguent d'autres fonds plus traditionnels par leur contexte institutionnel, le secteur et la localisation choisie, leurs attentes en termes de rendements et l'utilisation des subventions (World Economic Forum, 2013). B Lab (cf. supra p.31) publie chaque année une liste des meilleures fonds d'*impact investing* pour la planète (B Lab, 2018). En 2017, 28 fonds ont été sélectionnés à travers le monde, regroupés autour de cinq thèmes : environnement, communautés, gouvernance, travailleurs et clients. Le fond n°1, toutes catégories confondues, est le « *Adobe Social Mezzanine Fund I, LP* », géré par Adobe Capital Management et dont le but est d'offrir une assistance technique et financière aux PME mexicaines, en portant une attention particulière aux aspects sociaux et environnementaux (B Lab, 2018). On remarque donc bien que le fond est fortement spécialisé et se concentre sur une problématique précise.

D'autres instruments permettant de réaliser des *impact investments* comprennent notamment le *private equity* et les obligations (Wang, 2016).

En ce qui concerne le ***private equity***, le GIIN (2017) affirme que plus de la moitié des *impact investors* allouent leurs capitaux via cet instrument. Ainsi, les investisseurs peuvent réaliser des *impact investments* dans des entreprises individuelles, en basant alors leurs choix sur les opérations et missions respectives des entreprises. Afin de déterminer si une entreprise est qualifiée en tant qu'« *impact investment* », plusieurs approches peuvent être utilisées (Wang, 2016). Ainsi, un *impact investor* peut se baser sur la responsabilité sociale des entreprises (RSE) qui permet d'identifier les entreprises éthiques et sur les rapports de durabilités publiés chaque année en accord avec le « *G4 Sustainability Report Guidelines* », ou bien rechercher les *B Corps* (cf. supra p.31).

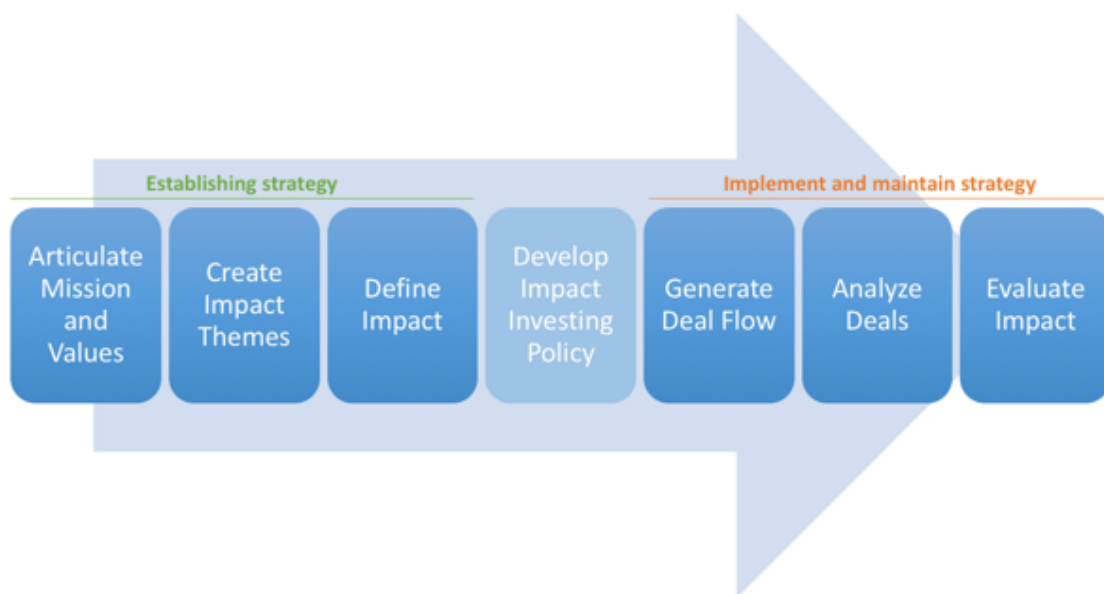
Les **obligations** représentent également un moyen par lequel les *impact investors* peuvent investir. Au contraire des obligations traditionnelles, certaines utilisent le capital levé pour financer des projets ayant un impact social et environnemental positif (Wang, 2016). Ces dernières deviennent de plus en plus populaires. Parmi cette catégorie, on retrouve les **obligations** dites **vertes** qui cherchent à lever du capital pour des projets supportant l'environnement et les **obligations** dites **sociales**, cherchant à améliorer les conditions de vie de communautés défavorisées (Wang, 2016). Les deux premières obligations vertes furent le *Climate Awareness Bond* et le *Green Bond*, lancés respectivement par la Banque Européenne d'Investissement (BEI) et la *World Bank* (Wang, 2016). La Belgique vient également de lancer sa première OLO verte, qui a été largement souscrite. Amundi, le plus grand gestionnaire d'actifs européen, a annoncé en mars dernier l'émission de la plus grande obligation verte ciblée sur les pays émergents (Amundi, 2018). La première obligation sociale fût le *Adolescent Behavioral Learning Experience (ABLE) Program*, lancé par Goldman Sachs, la ville de New-York et

Bloomberg Philanthropies en 2010, dont le but est de réduire les récidives de jeunes sortis de prison (Wang, 2016).

2.3. La logique d'investissement

De manière à s'assurer qu'un investissement réalisera l'impact désiré, il faut suivre une stratégie d'investissement préalablement définie et un plan d'exécution rigoureux (Godeke *et al.*, 2009). Ceci n'est pas fort différent d'un investissement plus traditionnel. La logique d'investissement se cachant derrière est représentée par la figure ci-dessous :

Figure 5: La logique d'investissement de l'impact investing



Source : reproduit et adapté de Godeke, S. *et al.* (2009). *Solutions for Impact Investors : From Strategy to Implementation*. New-York : Rockefeller Philanthropy Advisors. Récupéré de https://thegiin.org/assets/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/53-1.pdf, p.18

Afin de déterminer sa stratégie d'investissement, un *impact investor* doit prendre en considération les éléments suivants (Godeke *et al.*, 2009), tels que décrits par la figure ci-dessus. Un *impact investor* doit premièrement se poser la question des **raisons** pour lesquelles il désire s'engager dans cet univers. Il s'agit donc de ses motivations. Celles-ci sont diverses et encore floues, tel que déjà mentionné plusieurs fois au travers de ce travail. Puisque ce mémoire a pour but de clarifier cet aspect, les conseillers et gestionnaires auront une meilleure compréhension de la logique d'*impact investing*.

Ensuite, un *impact investor* doit décider **quels problèmes** il désire résoudre. Ces derniers peuvent être globaux ou plus régionaux et domestiques.

Troisièmement, l'*impact investor* doit décider **quelle stratégie** mettre en place pour réaliser cela. Ici, l'investisseur doit, par exemple, choisir les partenaires à impliquer et le système de mesure à utiliser.

En quatrième lieu, l'*impact investor* doit prendre en compte le **degré d'implication** qu'il exige. Ainsi, l'*impact investor* doit se demander s'il désire être impliqué dans la gestion et le management de la cible de son investissement ou non.

Enfin, la **durée**, le **rendement attendu** et la tolérance vis-à-vis du **risque** doivent être fixés. L'*impact investor* doit alors décider comment définir un succès ou progrès vers l'objectif attendu.

2.4. Relation entre risque, rendement et impact

Conventionnellement, lorsqu'un investisseur réalise un investissement, il doit prendre en compte le niveau de risque de l'opportunité d'investissement, le rendement financier potentiel de cette dernière ainsi que déterminer sa tolérance vis-à-vis du risque, en d'autres mots, le degré de risque qu'il est d'accord de prendre. Ceci s'applique également aux *impact investors*. Traditionnellement, le risque et le rendement sont liés. Ainsi, plus le risque est élevé, plus le rendement le sera également.

En ce qui concerne le **risque**, en plus des risques traditionnellement analysés tels que le risque de marché, les *impact investors* sont confrontés à d'autres types de risque (Emerson, s.d.). En effet, on retrouve par exemple un risque de liquidité plus élevé et le risque que l'investissement ne réalise pas l'impact désiré ou qu'il soit mal mesuré. On retrouve également le risque lié à la thématique d'investissement, en plus du risque lié à la classe d'actifs (Emerson, s.d.). Ainsi, un investissement réalisé dans le secteur de l'agriculture sera normalement moins risqué qu'un investissement réalisé dans le développement d'énergies renouvelables ou la recherche médicale, puisque l'agriculture est considérée comme « réelle » (possibilité de toucher, voir et sentir). De plus, puisque les *impact investors* investissent principalement dans des entreprises sociales, actives dans l'innovation sociale et souvent encore au stade de start-up en développement (cf. supra p.39), le risque serait plus élevé puisque ces dernières n'ont pas encore réalisé leurs preuves et s'attardent à des problématiques encore non-explorées (Gregory, 2016).

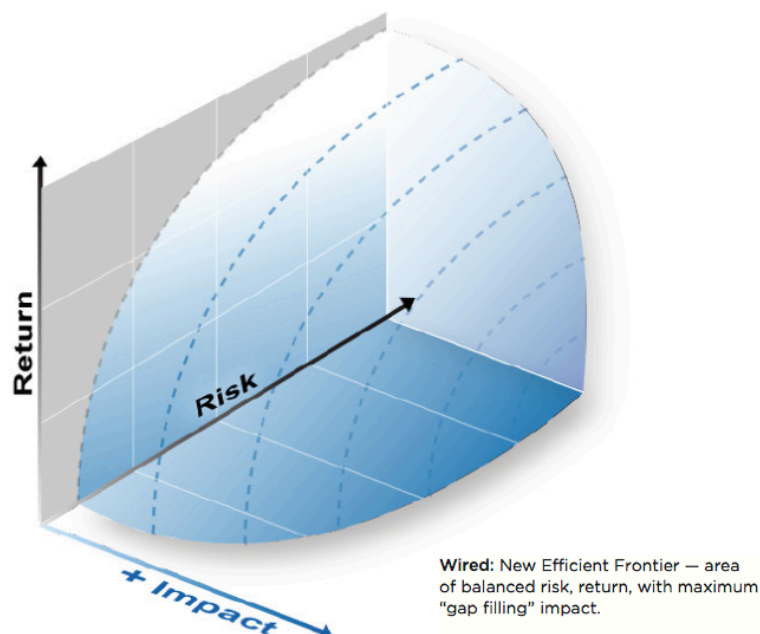
Bien que les *impact investors* accordent une importance aux effets sociaux et environnementaux de leurs investissements, ils ne négligent toutefois pas les rendements financiers qu'ils peuvent en tirer. Malgré des divergences au niveau des attentes à l'égard du remboursement du capital et du taux d'intérêt exigé, Höchstädter et Scheck (2014) affirment que **la majorité des professionnels exigent au moins le remboursement du capital investi**. Ceci dit, le rendement financier ne semble pas être limité : il peut être d'un montant inférieur, supérieur ou égal au taux du marché. Selon l'UNDP²³ (*United Nations Development Program*) (2017, para. 14), le taux de rendement moyen du benchmark relatif à l'*impact investing* se situe à 6,3%, comparé à 8,3% pour un benchmark classique (à risques égaux). Les rendements financiers de l'*impact investing* sont donc en général inférieurs au rendement du marché. De plus, ce taux de rendement varie, selon l'UNDP à nouveau, en fonction de s'il s'agit des pays émergents (4,7%) ou des pays développés (7,7%). Cependant, plusieurs analyses récentes démontrent que **les rendements sont similaires à ceux des benchmarks traditionnels**. A titre d'exemple, Cambridge Associates

²³ En français : Programme des Nations Unies pour le Développement (PNUD)

a publié en mai 2017 une étude complète de la performance des *impact investments* réalisés dans le domaine de l'immobilier. Cette étude démontre alors que ces investissements performant tout aussi bien, voire mieux, que des fonds comparables traditionnels. Une autre étude réalisée en 2017 par le GIIN démontre également que l'*impact investing* peut atteindre des rendements financiers similaires à ceux des marchés plus conventionnels (Mudaliar et Bass, 2017). Cette étude dévoile par ailleurs que certains *impact investments* cherchent spécifiquement à réaliser des rendements en dessous de ceux du marché de manière à atteindre un certain niveau d'incidence positive sur le monde. Ainsi, nous partons du postulat que les rendements des *impact investments* ne sont pas inférieurs à ceux du marché, mais que cela est à mettre en lien étroit avec l'incidence positive recherchée par l'investisseur.

Ceci nous mène alors à la composante de l'incidence sociale et environnementale. Un investissement traditionnel sera réalisé en analysant et comparant le risque au rendement, et vice-versa. Un *impact investment* sera choisi en ajoutant une composante à cette comparaison : **l'impact** (cf. supra p.29). Ainsi, le degré d'incidence sociale et environnementale influencera grandement le choix d'investissement. De cette manière, le graphe ci-dessous met en image la relation entre le rendement, le risque et l'impact. Au travers de ce graphe, les *impact investors* ne sont pas contraint de faire un choix entre plus ou moins d'impact, mais plutôt d'**analyser un investissement en fonction des trois axes simultanément**. Ceci fait appel à nouveau au concept de *blended value* (cf. supra p.25) de l'*impact investing*. Ainsi, il ne faut pas regarder chaque axe séparément, mais plutôt la valeur totale des trois combinés.

Figure 6 : La relation entre le rendement, risque et impact



Source : Emerson, J. (s.d.). *Risk, Return and Impact: Understanding Diversification and Performance Within an Impact Investing Portfolio*. New-York : Impact Assets. Récupéré de https://thegiin.org/assets/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/53-1.pdf,

p.10

2.5. Le seuil d'intervention

L'*impact investing* n'est pas accessible à tout le monde et serait réservé aux personnes très riches, telles que les HNWIs détenant plus d'un million de dollars à investir. En effet, selon l'UNDP (2017), un investisseur peut réaliser des *impact investments* uniquement à partir d'un certain seuil de capital. Ce seuil dépend alors de plusieurs facteurs, tels que le type de projet ciblé, la taille et maturité du marché ciblé et les risques politiques et commerciaux éventuels. Cependant, l'UNDP (2017, para.13) estime que les *impact investments* réalisés dans des grandes entreprises atteignent généralement un minimum de dix millions de dollars et que ceux réalisés dans des PME tendent à se situer entre 25 mille et deux millions de dollars. Selon le GIIN (cité par UNDP, 2017, para.13), **la moyenne d'un *impact investment* est de 2,8 millions de dollars**. Vaccaro (2014) estime que les seuils minimums de capital à allouer sont trop élevés et souvent en dehors des capacités d'investissement de la plupart des personnes, ce qui empêche certains investisseurs de se lancer dans ce domaine.

Néanmoins, l'*impact investing* est entrain de devenir accessible au reste de la population (Hannon, 2016). Ainsi, le programme *Age Strong* des Etats-Unis, ayant pour but d'améliorer la vie des personnes âgées et à faible revenus en leur fournissant des repas sains, logements abordables et formations professionnelles, offre la possibilité d'acheter des obligations à partir de 20 dollars (Hannon, 2016). Triodos, la référence au niveau des banques sociales, offre de nombreuses solutions d'*impact investing* pour une vingtaine d'euros. Par exemple, les parts de leur fond *Sustainable Pioneer* commencent à 28 euros (Triodos IM, s.d.). KBC Brussels, banque belge, offre un fond d'*impact investing* dont les parts sont accessibles à partir de cinq cents euros (C. de Dorlodot, communication personnelle, 3 mai 2018). On remarque donc bel et bien que **l'offre de solutions d'*impact investing* se complète** et devient de plus en plus accessible. Le seuil d'intervention ne semble donc plus être autant élevé.

La **structure des coûts** va, quant à elle, dépendre de l'investisseur et de l'instrument d'investissement choisi (UNDP, 2017). Les coûts de transaction seront plus élevés à cause des exigences strictes de reporting social et environnemental et d'un ensemble de mesures supplémentaires entourant cette stratégie d'investissement (UNDP, 2017).

Chapitre 3 : Positionnement de l'*impact investing* dans l'univers de l'investissement social

Afin de pouvoir mieux appréhender le concept de l'*impact investing*, il nous semble opportun de le distinguer d'autres modèles et formes d'investissement poursuivant eux aussi un objectif social ou environnemental. L'*impact investing* se trouve entre les investissements socialement responsables (ISR) et la *venture philanthropy*, qui eux-mêmes se situent entre les investissements purement financiers et la philanthropie classique. Comme le soulignent Höchstädter et Scheck (2014), l'*impact investing* est souvent confondu avec d'autres termes apparentés, tels que l'ISR et la *venture philanthropy*, et la frontière peut paraître floue. Néanmoins, il existe des caractéristiques permettant de les distinguer, ce que nous allons tenter de réaliser ci-dessous.

3.1. Investissement socialement responsable (ISR)

L'**investissement socialement responsable** (ISR) est « une forme d'investissement intégrant le respect des valeurs éthiques, de protection de l'environnement, d'amélioration des conditions sociales ou de « bonne » gouvernance » (Revelli, 2013, p.80). Son origine historique remonte au XVIII^e siècle avec la création d'un mouvement luttant contre des problématiques sociétales de l'époque, telles que l'esclavage (Revelli, 2013). Afin d'évaluer la performance extra financière des entreprises, les investisseurs socialement responsables utilisent plusieurs critères : environnemental, social et de gouvernance (ESG) (Revelli, 2013).

On retrouve **deux approches** distinctes afin de pratiquer l'ISR : le filtrage, également appelé *screening*, négatif ou positif (Revelli, 2013). La première approche, le **filtrage négatif**, consiste à exclure des investissements dans des secteurs d'activités jugés immoraux (tels que l'armement, la pornographie ou le tabac) ou impliqués dans des pratiques jugées immorales (par exemple, le blanchiment d'argent, la violation des droits de l'Homme ou le travail des enfants). La seconde approche, le **screening positif**, également appelé *best-in-class*, vise à construire un portefeuille d'investissement en sélectionnant les entreprises bénéficiant des meilleures notes dans chaque domaine ESG, sur base des *scorings* attribués par des analystes sociétaux.

L'*impact investing* se différencie donc des ISR dans le sens où il se veut plus **proactif** en allant au-delà dans sa recherche à créer un impact social ou environnemental (O'Donohoe *et al.*, 2010). Ainsi, à l'inverse de l'ISR qui viserait à ne pas investir dans une entreprise ayant recours au travail des enfants, l'*impact investing* cherchera à trouver une entreprise luttant activement contre ce problème (Rodin et Brandenburg, 2014). Ajoutons que les investisseurs socialement responsables ne négligent en aucun cas l'aspect financier dans leurs choix d'investissement et attendent un rendement comparable à celui du marché (Rodin et Brandenburg, 2014), au contraire des *impact investors* prêts à recevoir un rendement plus faible que celui du marché au profit de l'impact sur la société et l'environnement.

3.2. Venture philanthropy

La **venture philanthropy** est une nouvelle forme de philanthropie visant à s'inspirer des instruments et des pratiques présents dans le capital-risque, également appelé *venture capital*, et de les appliquer au secteur social (Mair et Hehenberger, 2014). La *venture philanthropy* se distingue de la philanthropie traditionnelle de par son implication directe dans la gestion des projets de l'entreprise ciblée. En effet, selon les adeptes de cette forme de philanthropie, la clé pour résoudre les problèmes sociaux est de rendre l'entreprise plus efficiente et efficace (Mair et Hehenberger, 2014). Leur aide variera donc de la création d'un *business plan* au développement d'un système permettant de mesurer le progrès de l'entreprise, tant social et environnemental qu'économique (Rodin et Brandenburg, 2014). Les *venture philanthropies* apportent donc un soutien aux différentes activités de l'entreprise, en plus du soutien financier (Mair et Hehenberger, 2014).

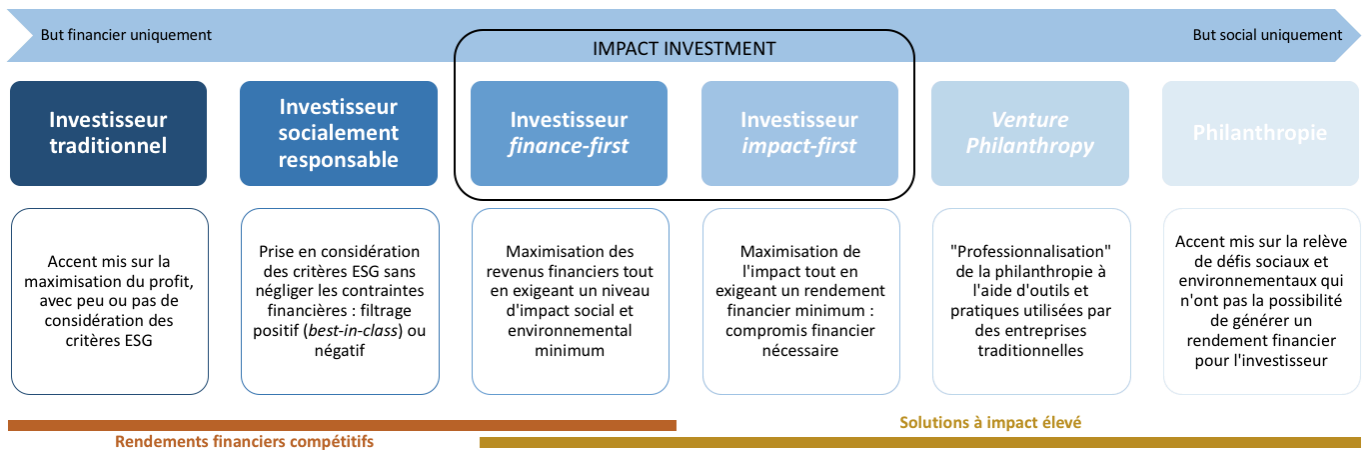
Les *venture philanthropists* cibleront leurs investissements envers des start-ups, entreprises en phase de création ou au début de leur développement, avec un fort potentiel de croissance (Rodin et Brandenburg, 2014). Ces derniers favorisent donc l'innovation et la prise de risque, en espérant identifier à terme des approches durables et efficaces impactant positivement la société et l'environnement (Rodin et Brandenburg, 2014). Les *venture philanthropists* partent de l'idée qu'à terme, leur aide financière ne sera plus nécessaire et négocient donc dès le début leurs conditions de sortie (Rodin et Brandenburg, 2014).

Malgré que la *venture philanthropy* se distingue de la philanthropie traditionnelle de par une certaine rationalisation, cette forme de financement **reste toutefois un octroi de subvention**. Par conséquent, l'aide financière est fournie sans qu'un rendement financier soit attendu en retour (Rodin et Brandenburg, 2014), au contraire de l'*impact investing*. Néanmoins, Mair et Hehenberger (2014) nuancent cet aspect affirmant que dans certains cas, un rendement financier est attendu. Les deux auteurs (2014) parlent alors de « réciprocité », concept qui, d'après eux, est primordial dans la relation entre un investisseur et l'entreprise. On peut donc en déduire que dans le cas d'une *venture philanthropy*, un rendement financier est généralement désiré, de manière implicite ou explicite, mais pas systématiquement.

3.3. La place de l'*impact investing* dans le spectre de l'investissement social

Nous sommes à présent en mesure de nous faire une opinion sur la place de l'*impact investing* dans le spectre social. Puisque le secteur de l'*impact investing* ne possède pas encore de frontières communément acceptées, chaque auteur de référence a son propre modèle du spectre de l'investissement social. Néanmoins, après avoir analysé plusieurs sources et relevé les points de convergences, Lewis (2016) est parvenue à mettre en forme un spectre social qui paraît complet et correct. Ce dernier se trouve ci-dessous. Lewis (2016, p.16) précise que « Certains investisseurs peuvent se considérer entre ou appartenant à plusieurs catégories ». En pratique, ces catégories sont donc moins fixes.

Figure 7 : La place de l'impact investing au sein du spectre de l'investissement social



Source : reproduit et adapté de Lewis, M. (2016). *Les perspectives et obstacles au développement du marché de l'impact investing en Belgique* (Master en Sciences de Gestion). HEC, Liège., p.16.

Chapitre 4 : Les *impact investors*

L'*impact investor* étant au centre de ce travail de recherche, il paraît nécessaire d'avant tout mieux cerner le profil d'un *impact investor* et d'en établir une description complète. Ce chapitre permet alors de mieux comprendre qui sont ces *impact investors* et constitue la base de toute analyse future.

Avant tout, il semble nécessaire de spécifier qu'une personne démontrant de l'intérêt pour l'*impact investing* ne s'engagera pas forcément dans cet univers (C. Cogels, communication personnelle, 2 mai 2018). Ceci fait alors référence à la théorie de l'« *intention-behavior gap* » qui met en avant les incohérences entre ce qu'une personne dit (ou exprime au travers de son attitude et de ses valeurs) et ce qu'elle fait réellement (Carrington, Neville et Witwell, 2010). Ainsi, des intentions seraient transformées en actions que la moitié du temps (Sheeran et Webb, 2016). L'*intention-behavior gap* serait provoqué tant par le contexte situationnel dans lequel une personne se trouve, de même que le contexte cognitif de cette dernière. Il y a donc des facteurs internes et externes influençant cet écart. Bien que la plupart des recherches portant sur l'*intention-behavior gap* se concentrent sur les consommateurs éthiques (Carrington *et al.*, 2010 ; Caruana, Carrington et Chatzidakis, 2016 ; Young, Hwang, McDonald et Oates, 2010 ; etc.), les investisseurs semblent également concernés par ce phénomène.

Morgan Stanley a réalisé une étude²⁴ en 2017 portant sur le profil des investisseurs tournés vers les solutions d'investissement durable. Cette étude va nous servir de base quant aux prochains points abordés ci-dessous.

4.1. La Génération Y, ou les *Millennials*

L'âge joue un rôle important dans la manière dont un investisseur allouera son capital (Charles et Kasilingam, 2013). Il nous semble donc important d'analyser cette dimension afin de déterminer quelle génération est la plus susceptible de réaliser des *impact investments*.

Malgré le flou entourant le concept de génération, on peut définir cela de la sorte : une génération est « un groupe de personnes qui partagent une même catégorie d'âge, mais aussi et surtout des expériences communes dans le contexte d'événements historiques similaires et une vision du monde partagée menant à des valeurs, préférences, attentes, attitudes et comportements communs » (Rousseau, Taskin, Constantinidis et Gras, 2011, p.5). Ainsi, les générations auront des perceptions différentes de la vie, ce qui influencera leur manière d'investir.

On retrouve actuellement quatre générations. Tout d'abord, la génération des **Vétérans** (aussi appelée la génération Traditionaliste ou Silencieuse) qui reprend les individus nés entre 1920 et

²⁴ Morgan Stanley. (2017). *Sustainable Signals : New Data from the Individual Investor*. Institute for Sustainable Investing. Récupéré de https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-signals/pdf/Sustainable_Signals_Whitepaper.pdf

1945 (Dejoux et Wechtler, 2011). Ces derniers ont connu la Deuxième Guerre Mondiale et la Grande Dépression et sont alors caractérisés par l'obéissance et le respect de l'autorité (Rousseau *et al.*, 2011). Ensuite, nous retrouvons la génération des **Baby-Boomers**, nés entre 1946 et 1965 (Dejoux et Wechtler, 2011). Ces derniers ont vécu la prospérité économique et la libéralisation, mais également la Guerre du Vietnam et la Guerre Froide (Rousseau *et al.*, 2011). La troisième génération est la **Génération X**, nés entre 1966 et 1980. Ces derniers ont été marqué par de multiples crises économiques, un taux de chômage élevé, l'accélération de la globalisation mais également la chute du mur de Berlin et le début du SIDA (Rousseau *et al.*, 2011). Enfin, on retrouve la **Génération Y**, aussi appelée « *Millennials* », dont les individus sont nés entre 1981 et 2000. Cette génération a été marquée par les TIC, la mondialisation, une société de plus en plus multiculturelle mais aussi une montée de violence extrême de par les débuts du terrorisme (Rousseau *et al.*, 2011).

Les individus les plus probables à mener la stratégie d'*impact investing* sont ceux appartenant à la génération Génération Y, nés entre 1981 et 2000. En effet, 86% (Morgan Stanley, 2017, p.4) des investisseurs de cette génération sont fortement intéressés par les investissements sociaux, suivi par la Génération X qui montre également un certain intérêt.

La Génération Y représente la génération comptant le plus d'individus (Emerson et Norcott, 2014). Cette génération est également considérée comme une génération globale, interculturelle et fortement connectée (Emerson et Norcott, 2014). Accenture (cité par Emerson et Norcott, 2014, para. 3) estime que les *Millennials* vont hériter de plus de 30 mille milliards dollars d'actifs financiers et non-financiers, et ce qu'aux Etats-Unis. On comprend donc bien pourquoi cette génération est importante lors des discussions portant sur l'*impact investing*.

La Génération Y démontre un intérêt fort pour la durabilité, par rapport à la population générale. Ainsi, toujours selon Morgan Stanley (2017), ces derniers ont acheté deux fois plus de produits durables que la population totale d'investisseurs. De plus, ils sont trois fois plus à vouloir travailler pour une entreprise durable et ils ont investi deux fois plus dans des entreprises ayant des objectifs de durabilité. Les *Millennials* sont également plus nombreux à aligner leur stratégie d'investissement avec leurs valeurs. Tel que Emerson et Norcott (2014, para.1) le résumant, « *Millennials Will Bring Impact Investing Mainstream* »²⁵. En d'autres mots, la Génération Y a le potentiel d'allouer des milliards de dollars au bien social et environnemental dans les quelques années à venir, ce qui pourrait transformer l'*impact investing* en une stratégie d'investissement considérée comme traditionnelle et ordinaire.

4.2. Les femmes et les valeurs féminines

En 1997, Lascu, Babb et Philipps étudiaient déjà l'influence du sexe d'un investisseur sur sa manière d'allouer le capital. La finance paraît encore être un univers fortement masculin, tel que l'explique Griffin (2013, p.15) : « *Men have long been "in charge" on Wall Street: the bull statue stands (...) as representative of "the inherent masculinity of the financial services industry"* »²⁶. On pourrait donc croire que les hommes seraient les plus actifs dans l'*impact*

²⁵ Traduction : « la Génération Y va rendre l'*impact investing* ordinaire »

²⁶ Traduction : « les hommes ont longtemps été 'en charge' de Wall Street : la statue du taureau (...) est représentative de la 'masculinité inhérente à l'industrie des services financiers' »

investing. Au contraire, il est souvent affirmé que les femmes sont plus réceptives quant aux stratégies d'*impact investing* et de finance responsable de manière générale. Morgan Stanley (2017, p.8) démontre alors que 84% des femmes affirment faire attention tant à l'impact social et environnemental qu'au rendement financier de leurs investissements, contre 67% pour les hommes.

Cependant, l'écart entre les deux sexes est amené à diminuer au fil des années à suivre. En effet, on remarque que 89% des femmes *Millennials* démontrant un intérêt pour l'*impact investing*, contre 81% des hommes appartenant à cette même génération (Morgan Stanley, 2017, p.8). Cela s'explique par le fait que les *Millennials*, tant hommes que femmes, désirent établir un monde respectant l'égalité des droits et des chances (Gerzema et D'Antonio, 2017). En d'autres mots, **les *Millennials* cherchent à construire un monde basé sur des valeurs féminines**. Les valeurs considérées comme plus féminines reprennent alors des valeurs telles que l'affection, l'empathie, la douceur, l'amour, la justice, la liberté, etc. (MacDonald et Dolan, 2013). Selon Hofstede (1998), les valeurs féminines prônent également la solidarité, la coopération, la préservation de l'environnement, la protection sociale et l'aide au plus démunis et aux pays pauvres. On comprend facilement que l'ensemble de ces valeurs correspondent à l'objectif de l'*impact investing* qui est de construire un monde socialement inclusif et durable.

4.3. Richesse et mass affluent

D'un point de vue mondial, la richesse a augmenté de manière significative au cours de l'année dernière avec une hausse de 6,4% et atteint dorénavant approximativement 280 mille milliards de dollars (ce qui équivaut à 242,76 mille milliards d'euros²⁷) (Shorrocks, Davies et Lluberas, 2017, p.2).

En Europe, la richesse moyenne par adulte est de 135,2 mille dollars (117,2 mille euros²⁷) (Shorrocks *et al.*, 2017, p.5). En Amérique du Nord, ce chiffre s'élève à 374,9 mille dollars (325,04 mille euros) (Shorrocks *et al.*, 2017, p.5). Sur base de ces données, on peut affirmer que l'adulte moyen est repris dans la catégorie « **mass affluent** » des détenteurs de capitaux. Un *mass affluent* détient entre 100 mille et un million de dollars de capital (World Economic Forum, 2013, p.12). Les ménages considérés comme *mass affluent* sont deux fois plus nombreux que ceux considéré comme étant *High Net Worth* (Hyde, Jain et Lyman, 2013) et détiennent approximativement 40% de la richesse mondiale (Vlasova, 2014, para.2). Cette population de détenteurs de capitaux croît en nombre rapidement au fil des années (Vlasova, 2014) et sera de plus en plus représentée par les *Millennials*, ces derniers commençant à gagner de plus en plus d'argent (Joyce, 2017).

Puisque les *mass affluent* détiennent presque la moitié de la richesse mondiale et grandissent rapidement en nombre, ils pourraient constituer une bonne cible pour l'*impact investing*. D'autant plus que les solutions d'investissement deviennent de plus en plus accessibles à ces

²⁷ Les conversions ont été réalisées sur base du taux de change du 19 juin 2018 récupéré du site de la Banque Nationale de Belgique (BNB) : 1 EUR = 1.1534 USD.

niveaux de fortune (cf. supra p.48). Actuellement, nous retrouvons principalement les HNWI, FOs, fondations et DFIs en tant qu'*impact investors* les plus actifs (cf. supra pp.36-38).

4.4. Personnalisation

Les investisseurs se tournant vers des stratégies d'investissement durable démontrent une certaine préférence pour les solutions personnalisables (Morgan Stanley, 2017). Ainsi, les investisseurs seront plus enclins à faire de l'*impact investing* s'ils ont l'opportunité d'**aligner leurs investissements à leurs intérêts et objectifs personnels**. Les trois thèmes les plus choisis sont alors le changement climatique, l'égalité des sexes et la religion (Morgan Stanley, 2017). La création de solutions thématiques et régionales peut alors encourager l'adoption de cette pratique d'investissement. Les préférences thématiques et régionales des *impact investors* ont d'ailleurs été énoncées dans le premier chapitre de ce travail de recherche (cf. supra pp.26-27).

4.5. Valeurs personnelles et émotionnelles

Pasewark et Riley (2010) affirment que les valeurs personnelles affectent le choix d'investissement d'un investisseur, et ce de manière générale. Roundy *et al.* (2017) démontrent que les *impact investors* seront plus enclins que d'autres investisseurs à **réaliser leurs investissements en fonction de leurs valeurs personnelles**, et plus particulièrement en fonction des valeurs qui privilégient le changement sociétal et la création du bien social. Par exemple, un *impact investor* qui se soucie de la création d'emploi dans les zones rurales se tournera vers des entreprises opérant dans les zones rurales de sa région.

De plus, à côté des valeurs personnelles, les *impact investors* vont également être influencés par des valeurs émotionnelles (Roundy *et al.*, 2017), qui vont elles-mêmes varier en fonction de l'expérience de vie de l'*impact investor* en question. Tel qu'une interviewée citée dans l'article de Roundy *et al.* (2017, p.501) l'explique, la première question posée à un investisseur à impact sera alors : « *What do you care about ?* »²⁸. Les *impact investors* ne se contenteront alors pas de n'importe quel rendement social, ils **choisiront de manière précise le groupe-cible de leurs investissements et l'endroit où ils désirent créer un impact**, en fonction de ce qui leur tient à cœur. Par exemple, un investisseur désirera investir en Colombie parce que, hypothétiquement, des membres de sa famille y vivent ou bien, un investisseur désirera investir dans l'environnement car, hypothétiquement, un de ses passe-temps est la marche nordique.

Ainsi, Morgan Stanley (2017, p.8) affirme que 89% des investisseurs *Millennials*, et 80% des investisseurs de manière générale, réaliseront des investissements à impact s'ils ont l'opportunité d'aligner leurs investissements à leurs valeurs personnelles. Cela semble donc être une caractéristique importante.

Puisque l'Europe et l'Amérique du Nord sont les deux continents les plus actifs dans l'univers de l'*impact investing*, il nous semble important de détailler les valeurs de ces derniers.

²⁸ Traduction : « Qu'est-ce qui vous importe ? »

➤ Les valeurs des Européens

Selon l'étude Eurobaromètre réalisée chaque année par la Commission Européenne (2017), les européens attachent énormément d'importance à leur héritage culturel. Ils ont donc un grand sentiment d'appartenance et de **nationalisme**. Les Européens démontrent un certain sentiment d'insécurité à l'égard des récentes attaques terroristes. La **sécurité** est donc au centre de leurs préoccupations. Le dernier Eurobaromètre de 2017 démontre également que la **démocratie** et la **paix** sont des thématiques importantes aux yeux des Européens. Près de la moitié des Européens confirment que les **droits de l'Homme** font partie des valeurs qu'ils prônent. D'un point de vue social, une grande majorité des Européens affirment attendre plus de la part de l'Union Européenne du côté du **chômage** (et de l'économie de manière plus globale), de la **santé** et de l'**inégalité des sexes**. L'**environnement** est également une thématique importante puisque 75% des Européens font attention au réchauffement climatique et exigent plus d'action.

➤ Les valeurs d'Amérique du Nord

Selon la dernière étude réalisée à propos des valeurs des Américains (Vandermaas-Peeler, Cox, Fisch-Friedman et Jones, 2017), il ressort que ces derniers apportent une attention particulière aux **inégalités des sexes** puisque 70% de ces derniers affirment être consternés par la manière dont les femmes sont traitées. Ensuite, la majorité des Américains s'inquiètent quant à l'**accès à une assurance santé**. Ainsi, 59% affirment que cela devrait être accessible à tous et que, par conséquent, le coût des services liés à la santé devrait fortement diminuer. Plus de sept sur dix (72%) des Américains sont préoccupés par l'**immigration** et désirent aider les immigrés désirant venir aux Etats-Unis.

Les Canadiens font attention à la **cohésion sociale** et à l'intégration des minorités ethniques et religieuses dans leur pays (The Canadian Race Relations Foundation, 2015). On retrouve également les **droits de l'Homme** et la **liberté en tout genre** dans les propositions ayant reçu le plus de votes (The Canadian Race Relations Foundation, 2015). L'égalité et la démocratie représentent des valeurs fortement importantes aux yeux des Canadiens.

4.6. Convictions

Selon Roundy *et al.* (2017), un investisseur sera tenté de choisir l'*impact investing* comme stratégie d'investissement s'il a la **conviction que des pratiques financières peuvent en effet avoir un impact positif** sur le monde environnant et solutionner les problèmes actuels.

De plus, les *impact investors* pensent en général que leurs investissements permettent d'aider les entreprises à grandir plus que grâce à un investissement plus traditionnel, puisque leurs investissements sont plus flexibles que, par exemple, des subventions allouées par des philanthropes, ces derniers exigeant en général des contrôles plus stricts sur la manière dont l'argent est alloué (Roundy *et al.*, 2017). Ainsi, la philanthropie traditionnelle serait trop rigide et ne laisserait pas suffisamment de flexibilité aux entreprises d'utiliser leur capital de la manière dont ils le souhaitent.

Les *Millennials* sont convaincu que leurs investissements peuvent avoir un impact positif sur le monde. Ainsi, selon Morgan Stanley (2017, p.7), 75% des *Millennials* pensent que leurs choix d'investissement durable ont un impact direct sur le changement climatique et 85% affirment que leurs choix d'investissement durable créent une croissance économique permettant l'amointrissement de la pauvreté dans le monde.

4.7. Approche « slow money »

La création du concept de *slow money* remonte aux années 80 avec l'envie de trouver des alternatives économiques et l'émergence du mouvement CIGALES en France, le club d'investisseurs pour une gestion alternative et locale de l'épargne solidaire (Ashta, 2014). Ce concept fût davantage adopté à la suite de la crise financière de 2007 lorsqu'on réalisa que peu d'investisseurs comprennent réellement ce que sont les produits dits *fast money*, tels que les produits de dérivés (Ashta, 2014). L'objectif était de bouleverser les concepts de *venture capital* et *business angel* (Ashta, 2014). Ce mouvement se considérait comme une approche alternative à ces deux derniers.

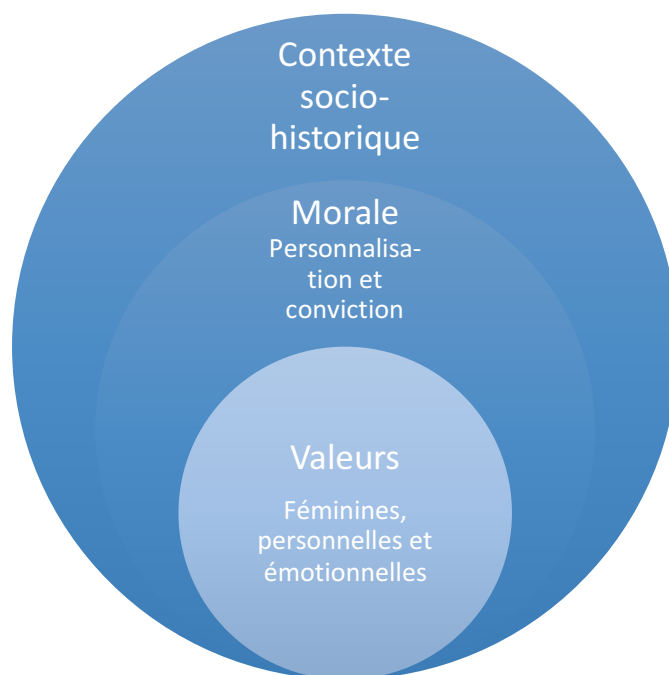
Selon Tasch (cité par Roundy *et al.*, 2017, p.502), l'approche d'investissement dite *slow money* est caractérisée par une **vision plus longue du délai d'investissement** (plus de cinq ans), et ne met donc pas l'accent sur un délais court (trois à cinq ans). On parle donc de capital patient. Ashta (2014, p.210) ajoute qu'avec le concept de *slow money*, « *we see the ideas of taking one's time to share, taking one's time to learn, and co-operating mutual skills for mutual success and going one step further in requiring direct relationships between investors and entrepreneurs* »²⁹. Les *impact investors* optent alors pour une telle approche puisqu'ils désirent aider, tout en investissant, à développer des produits et/ou services bénéfiques pour la société, ce qui requiert un horizon d'investissement plus long que la normale (Roundy *et al.*, 2017).

4.8. La cible

Les informations détaillées ci-dessus peuvent être résumées en un graphe, tel que représenté ci-dessous. Nous retrouvons donc des individus attachant une grande importance à leurs valeurs, ces dernières se situent donc au centre de ce graphe. La morale importe également dans leurs décisions d'investissement, puisqu'ils préfèrent choisir les solutions personnalisables et sont convaincus de l'incidence positive provoquée par ces derniers. Nous retrouvons enfin le contexte socio-historique à l'extérieur, puisque cela déterminera ensuite leurs valeurs et intérêts de la personne considérée.

²⁹ Traduction : « nous pouvons voir des idées telles que prendre son temps à partager, à apprendre et à coopérer avec des compétences mutuelles pour un succès mutuel et aller encore plus loin en exigeant des relations directes entre les investisseurs et les entrepreneurs »

Figure 8 : Les caractéristiques des impact investors ciblés



Chapitre 5 : Profil robot d'un *impact investor*

Afin de conclure cette première partie, nous allons procéder à une synthèse de l'ensemble de la revue littéraire préalable en un profil robot d'*impact investor*. L'objectif de ce chapitre est d'alors reprendre les caractéristiques importantes de manière à établir une base d'analyse qui servira pour la seconde partie de ce mémoire, qui consiste en l'analyse empirique. Nous émettons donc ci-dessous l'ensemble des points qui nous semblent importants.

En ce qui concerne **l'origine** des *impact investors*, ces derniers sont originaires des pays développés, à savoir **l'Amérique du Nord et l'Europe**. L'*impact investor* préfère investir **localement** puisque les *impact investments* sont majoritairement alloués à des projets des ces deux mêmes continents.

Les *impact investors* seront des investisseurs provenant principalement de la **Génération Y**. Ces derniers ont vécu le début de la prise de conscience des défis environnementaux et sociaux actuels. Ils prônent également les **valeurs féminines** et détiennent donc une plus grande sensibilité à l'égard des questions d'éthique et de durabilité. **Tant les hommes que les femmes** de cette génération cherchent à construire un monde basé sur ces valeurs. Ceci dit, puisque la Génération Y n'a pas encore hérité de l'argent familial, la **Génération X** semble également active dans cette pratique. La Génération Y semble alors plus représenter le futur de cette stratégie d'investissement.

Un *impact investor* fera principalement partie de la catégorie des **HNWIs** et **FOs** ou prendra la forme de **fondations** ou **DFIs**. Ces derniers sont considérés comme les plus grandes catégories d'acteurs actifs dans l'univers de l'*impact investing*. Une grande partie de la population faisant partie des **mass affluents**, l'*impact investing* pourrait fortement dépendre, dans les années qui viennent, de cette catégorie d'investisseurs.

Les *impact investors* attachent de l'importance quant à la **personnalisation de leurs investissements en fonction de leurs intérêts personnels**, et à **l'alignement de ces derniers à leurs valeurs** personnelles. Les objectifs personnels des *impact investors* semblent être axés principalement sur la société, puisque les investisseurs mesurent principalement leur incidence sur base du SDG n°8 relatif à la croissance économique. Ceci est en ligne avec ce qui a été découvert au niveau des valeurs des Américains, Canadiens et Européens, qui seraient principalement axées sur l'aspect social. Les *impact investors* seraient donc plus sensibilisés à ces sujets. Avec la conviction que leurs investissements ont un impact direct sur la société et la planète, les *impact investors* choisiront donc d'abord des investissements ayant un impact positif sur la **communauté locale**.

Les *impact investors*, en investissant dans projets innovants, semblent privilégier les **investissements de longue durée**, ces derniers étant d'au moins cinq ans. Les fonds d'*impact investing* sont alors l'instrument privilégié.

Les trois plus grandes **challenges** de l'*impact investing* sont les suivants. Premièrement, le **risque** plus élevé lié aux *impact investments*. Puisque les investissements sont réalisés dans des entreprises sociales innovantes, les risques liés à ces investissements semblent supérieurs à ceux du marché, à rendements égaux. Deuxièmement, la **non-liquidité** du marché de l'*impact investing* semble être un frein important au développement de cette stratégie puisque les investisseurs ne peuvent sortir de leurs investissements aussi rapidement qu'ils le voudraient. Enfin, le **manque de professionnels qualifiés** nous semble être le troisième challenge importante puisque sans cela, les investisseurs ne seront pas être conseillés judicieusement vis-à-vis des solutions d'*impact investing* qui s'offrent à eux, ce qui ralentit alors le développement de cet univers.

En investissant, les *impact investors* doivent, en premier lieu, déterminer ce qui leur importe, ce qui les intéresse et ce qui les motive. Ceci leur permettra alors de déterminer dans quels projets investir. Comme mentionné, cela constitue **la première étape du processus d'investissement** mais **n'est pas encore clairement expliqué**. Le but de ce mémoire est de clarifier cette étape en proposant un modèle permettant à un gestionnaire de transformer un client potentiel en un *impact investor*. Cette notion nous mène alors à la seconde partie de ce travail de recherche, qui consiste en l'analyse empirique.

PARTIE 2 : ANALYSE EMPIRIQUE DE L'IMPACT

INVESTING

La seconde partie de ce mémoire consiste en l'analyse empirique de la recherche. Nous cherchons donc à établir les motivations des *impact investors* en analysant la réalité du terrain, ceci sur base de la revue littéraire qui été réalisée au préalable. Pour ce faire, la seconde partie sera divisée en trois chapitres, chacun abordant un aspect précis de l'étude.

Le premier chapitre de cette seconde partie porte sur une explication plus détaillée de la méthodologie qui a été appliquée tout au long de cette recherche, cette dernière ayant été brièvement expliquée dans l'introduction de ce travail. Ceci permet d'apporter plus de transparence et validité quant à la récolte de données qui a été réalisée. La question de recherche, l'exploration préalable et la méthodologie utilisée pour récolter les données sont alors détaillés.

Le second chapitre de cette partie porte sur la présentation des résultats, issus des données récoltées au travers du questionnaire et des entretiens. Ce chapitre constitue le cœur de ce mémoire et permet d'établir un modèle quant à l'engagement d'un *impact investor*, ce qui l'enthousiasme et ce qui le freine.

Le second chapitre est suivi d'un récapitulatif de l'ensemble des informations qui ont été découvertes au travers de ce travail de recherche. Ceci permet de faire le point et de finaliser le modèle en mettant en lien les étapes d'engagement d'un investisseur dans l'univers de l'*impact investing*.

Chapitre 6 : Méthodologie de la recherche

Ce premier chapitre a pour objectif de détailler la méthodologie qui a été appliquée au travers de ce travail de recherche. Ceci permet alors au lecteur de comprendre les dynamiques et le processus de réflexion du chercheur. La transparence de la recherche permet aussi de donner plus de validité quant aux résultats qui ont été par la suite obtenus. Le chapitre reprend alors les grandes étapes de la réflexion. Un bref rappel de la question de recherche et de sa pertinence est tout d'abord réalisé. Ceci est suivi par une explication de la méthode utilisée au travers de l'exploration préalable, c'est-à-dire la recherche théorique. Enfin, le chapitre se conclut par une explication détaillée de la méthodologie qui a été utilisée afin de récolter les données nécessaires : la combinaison d'une méthode quantitative (sondage) avec une méthode qualitative (entretiens semi-directifs).

6.1. Rappel de la question de recherche

La première tâche lors de toute étude est de déterminer l'objet de l'enquête. En effet, toute enquête doit répondre à une interrogation (Lugen, s.d.). La formulation de la problématique ayant déjà été détaillée dans l'introduction de ce travail de recherche, seulement un bref rappel de cette dernière sera réalisé ici.

L'émergence de l'*impact investing* a été généré, selon toute vraisemblance, par le besoin urgent de repenser notre société actuelle, de même que par un intérêt grandissant de la part des investisseurs privés et institutionnels. Lors des recherches préliminaires effectuées sur le sujet, nous avons pu remarquer que la plupart des auteurs de référence soulignaient le manque de clarté quant aux motivations sous-jacentes justifiant le choix d'une stratégie d'investissement telle que l'*impact investing*. Au travers de la recherche littéraire qui précède cette seconde partie, il est également ressorti de nombreuses fois que l'*impact investing* fait encore face à de nombreux challenges. La plupart de ces derniers sont provoqué par un manque de compréhension de l'*impact investing* et des *impact investors*. Il est clair que sans une meilleure compréhension, aucune recommandation ne peut être faite aux régulateurs désirant encourager ce type d'investissements, aux investisseurs voulant se tourner vers cette stratégie et aux entreprises cherchant à mobiliser des ressources auprès de ce profil d'investisseur.

Au vu du potentiel que détient l'*impact investing* dans la résolution des défis environnementaux et sociaux actuels, notamment au travers des SDGs, il a semblé opportun de se pencher sur le flou entourant les motivations de ce type de stratégie d'investissement. Mieux comprendre les investisseurs actifs dans cette stratégie permettra dès lors d'établir les bases du développement propice de l'*impact investing* et de surmonter les challenges auxquels cette stratégie d'investissement fait encore face. Dès lors, la question de recherche au centre de cette seconde partie s'établit comme suit :

**Quelles sont les motivations des investisseurs actifs
dans l'univers de l'*impact investing* ?**

Au travers de cette question, nous cherchons à comprendre les facteurs poussant les investisseurs à s'intéresser et à s'engager dans de l'*impact investing*. Nous essayons également de comprendre quels seraient les freins d'une telle stratégie, ceci permettant alors de savoir quelles solutions mettre en place afin de les contrer. Au terme de la recherche, nous aimerions être capable de développer un modèle permettant aux gestionnaires de mieux approcher ces investisseurs.

6.2. L'exploration

Pour rédiger la première partie de ce mémoire, à savoir la clarification de l'*impact investing*, nous avons procédé à une revue de la littérature sur base d'ouvrages et d'articles scientifiques. Nous avons également fait usage de sources catégorisées comme non-scientifiques, ou documentation grise, tels que de nombreux rapports d'institutions renommées, d'articles de journaux et de mémoires. Ce choix est justifiable puisque l'*impact investing* est encore un domaine naissant, et qu'il a donc paru nécessaire d'élargir le spectre des sources utilisées.

6.3. Les méthodes d'enquête

Au travers de ce travail de recherche, deux méthodes ont été privilégiée, à savoir l'élaboration d'un sondage en ligne et des entretiens semi-directifs.

6.3.1. Le sondage

Cibler la population

Puisque le but est d'établir un modèle permettant de mieux comprendre les facteurs bloquant et influençant l'intérêt et l'engagement d'un *impact investor*, **la population cible est toute personne (ou entité) investissant en bourse**, tant les investisseurs actifs et intéressés par l'*impact investing* que les investisseurs refusant de s'engager dans cette pratique. De cette manière, un questionnaire en ligne a été posté sur différents groupes LinkedIn d'investisseurs et envoyé personnellement à des clients de banques privées telles que KBC AM, Puilaetco Dewaay, Delen et Degroof-Petercam via des contacts au sein-même de ces dernières. Le questionnaire a permis de récolter 107 réponses endéans trois semaines. Le profil des répondants est détaillé en annexe à ce mémoire (cf. annexe 2).

Construction des blocs de questions

Le questionnaire débute avec des questions relatives à l'intérêt porté à l'*impact investing* par le répondant, pour ensuite interroger quant aux potentielles barrières d'engagement, dans la mesure où le répondant n'est toujours pas actif dans cet univers ou ne désire pas s'y engager. Ensuite, le sondage continue avec une série de questions relatives aux motivations de s'y engager, uniquement si l'enquêté est déjà actif ou est intéressé de s'y engager. Enfin, le questionnaire se termine par une identification du répondant et une détermination de son profil, via des questions relatives à l'âge, le sexe, l'origine et le patrimoine détenu. Les questions ont été posées en anglais, puisque nous cherchions à récolter des réponses de la part de n'importe quel investisseur actif en bourse. Ces répondants pouvaient alors être issus de pays non-francophones.

Le questionnaire reprend un mélange des trois sortes de question : **fermées**, **ouvertes** et **semi-ouvertes**. Ceci a permis de récolter des généralisations, de même que des opinions plus précises. De plus, le questionnaire de cette étude comprend trois catégories de questions, à savoir des questions relatives aux **connaissances** (par exemple, « *Do you know what impact investing is?* »³⁰), **intentions** (par exemple, « *If you had the opportunity to participate in an investment opportunity that was focused on making a positive impact on social and environmental issues facing either the world, your country or your town, city or state, which ONE would you be most interested in pursuing?* »³¹) et **opinions** (par exemple, « *How important is it to align/customize your investments to your values (personal values, religious beliefs, ...)?* »³²).

Les biais

Le questionnaire de cette recherche fait face à un **biais de sélection** (Salkind, 2010). Ce biais fait référence au fait qu'aucun questionnaire ne sait être visible de la même manière par l'ensemble de l'échantillon choisi. Ainsi, certaines catégories de répondants peuvent avoir été plus invitées à y répondre que d'autres. Puisque le questionnaire de cette recherche a été administré en ligne (e-mail ou réseau social), les investisseurs plus âgés (étant moins actifs en ligne) ont eu moins d'opportunités d'y répondre.

Ensuite, le questionnaire de ce mémoire contient un **biais de non-réponse** (Kane et Youssefnia, 2017). Par cela nous entendons que toutes les catégories de population dont nous voulions récolter des avis n'ont pas répondu au sondage. En effet, l'enquête a été postée sur divers groupes LinkedIn mais au vu du nombre de commentaires que chaque publication a reçus, celui posté dans un groupe reprenant les investisseurs intéressés par l'univers de l'*impact investing* a reçu le plus grand taux de réponse. Nous estimons donc que les personnes intéressées ou actives dans ce secteur ont été plus enclines à y répondre. Ainsi, les investisseurs nullement intéressés par l'*impact investing* n'ont pas ressenti le besoin d'y répondre. Il existe des techniques permettant de réduire l'intensité de ce biais, tels que rappeler à la population ciblée d'y répondre et démontrer l'importance de la recherche effectuée. Malgré que cela ait été réalisé, nous pensons tout de même que le profil des répondants diffère grandement du profil des non-répondants.

Le questionnaire a également fait face à un **biais de réponse** (Salkind, 2010). Ce dernier reprend un ensemble de biais sous-jacents, tous référant au fait que les répondants ont tendance à répondre non-honnêtement aux questions. De cette manière, nous pensons que le questionnaire, de par le sujet auquel il fait référence, a fait notamment face à un **biais de désirabilité sociale** (Salkind, 2010). Ainsi, puisqu'il s'agit d'un sondage portant, *in fine*, sur la volonté d'aider la société et la planète, il se peut que les répondants aient exagéré leur volonté de s'engager dans cette pratique, afin de renvoyer une image positive d'eux-mêmes.

³⁰ Traduction : « Connaissez-vous l'*impact investing* ? »

³¹ Traduction : « Si vous aviez l'opportunité de prendre part à un investissement axé sur la réalisation d'une incidence positive quant aux problèmes sociaux et environnementaux auxquels le monde, votre pays ou votre ville fait face, laquelle préféreriez-vous ? »

³² Traduction : « A quel degré vous est-il important d'aligner / personnaliser vos investissements à vos valeurs (valeurs personnelles, croyances religieuses, ...) ? »

Le prétest

Le prétest est une phase importante puisqu'elle permet d'évaluer l'efficacité du sondage d'un point de vue qualitatif (Lugen, s.d.). Ainsi, un prétest a été réalisé avant le lancement du sondage et a permis d'éclaircir quelques incompréhensions liées aux questions et donc de modifier la suite logique de ces dernières. Le questionnaire a donc été envoyé à une dizaine d'investisseurs de mon entourage : tant des membres de ma famille que des connaissances travaillant dans ce domaine.

Administrer le questionnaire

Le questionnaire élaboré dans le cadre de ce mémoire a été **auto-administré** puisqu'il a été posté en ligne et envoyé directement par e-mail à des clients de banques privées détenant un portefeuille en bourse. Les répondants ont donc par eux-mêmes rempli le questionnaire, sans l'assistance du chercheur.

6.3.2. L'entretien semi-structuré

Afin d'accompagner le questionnaire, et de collecter des avis plus détaillés, quatre interviews semi-directives ont été réalisées. En effet, une interview permet de récolter des informations plus détaillées et profondes quant aux perspectives et opinions d'individus (Ritchie et Lewis, 2014).

Les personnes interrogées dans le cadre de ce travail ont été choisies sur base de la liste des institutions ayant rendu publique leur participation dans la récente émission de l'OLO verte belge, de même que sur base de nombreuses recherches. Chaque interview a duré approximativement une heure et s'est déroulée sur le lieu de travail de la personne interrogée ou par téléphone. De plus, chaque interview a été enregistrée de manière à pouvoir être réécoutée et retranscrite par après. Ajoutons qu'une liste de questions a été préalablement réalisée, de manière à se souvenir des points à aborder tout en restant flexible.

Il a été décidé de s'arrêter à quatre interviews car le point de saturation avait été atteint. Ainsi, de nouvelles réponses ne faisaient plus surface et les répondants fournissaient, de manière générale, les mêmes informations. Il n'était donc plus nécessaire de procéder à d'autres interviews de gestionnaires de capital.

Le profil des personnes interviewées se trouve en annexe à ce travail de même qu'une liste exhaustive des questions qui ont été abordées (cf. annexe 3).

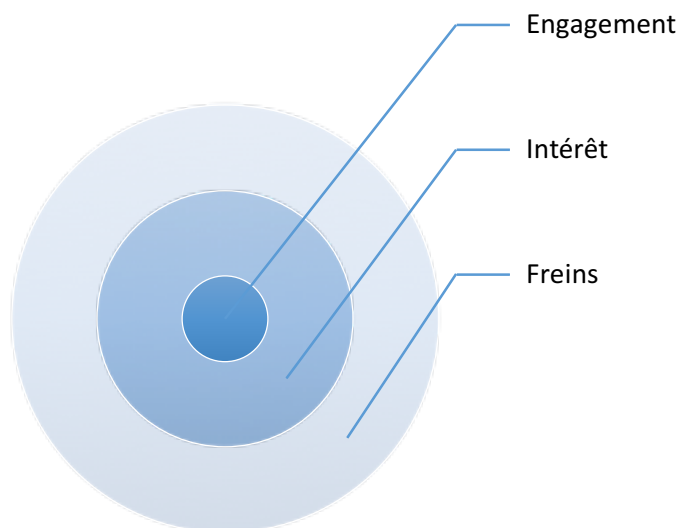
Chapitre 7 : Présentation des résultats

Ce chapitre a pour intention de développer un modèle permettant de mieux comprendre les dynamiques sous-jacentes des *impact investors*, à savoir ce qui peut provoquer un intérêt pour l'*impact investing*, ce qui motive l'engagement dans une telle pratique et ce qui pourrait freiner. Le modèle se base sur les données qui ont pu être récoltées au travers du sondage et des quatre entretiens qui ont été menés. Le détail des données récoltées se trouve en annexe à ce travail (cf. annexes 2 et 4).

En analysant les données récoltées dans le cadre de ce mémoire, nous avons remarqué que les investisseurs s'engageront dans une telle pratique en trois étapes. Tout d'abord, il faut surmonter les barrières à l'engagement. Ensuite, il faut susciter l'intérêt envers l'*impact investing*. Enfin, il est nécessaire de motiver les investisseurs pour qu'ils s'y engagent concrètement et commencent à réaliser des *impact investments*. En effet, nous avons pu remarquer, au travers de notre collecte de données, que des clients intéressés ne deviendront pas nécessairement des clients actifs. Nous avons par ailleurs mentionné la théorie de l'*intention-behavior gap* dans la revue littéraire (cf. supra p.52). Ceci justifie donc les trois étapes de ce modèle.

Nous pensons donc qu'il est utile de développer un modèle permettant de représenter les trois couches : barrières, facteurs d'intérêts et motivations d'engagement. Ainsi, en comprenant mieux les barrières à l'engagement, les gestionnaires sauront mieux les surmonter, de manière à susciter l'intérêt des clients potentiels et d'ensuite atteindre la dernière couche qui consiste à stimuler une motivation à s'y engager. Le modèle se construira alors comme représenté par la figure ci-dessous. Les trois couches superposées permettent de bien mettre en évidence le lien entre ces dernières.

Figure 9 : Les couches de motivation des *impact investors* - général



Nous allons dès à présent analyser chaque couche de ce schéma afin d'en mieux comprendre les dynamiques et éléments sous-jacents.

7.1. Les freins à l'engagement

Il nous semble que les barrières à l'engagement peuvent être regroupées en deux groupes distincts : le manque d'information et le risque.

7.1.1. Le manque d'information

Au travers du sondage et des quatre interviews, nous nous sommes rendu compte que la plupart des barrières mentionnées par les investisseurs étaient notamment provoquées par le manque d'information et le flou conceptuel entourant l'univers de *l'impact investing*.

✓ *Le degré d'information*

Les sondés mentionnent premièrement le manque de professionnels qualifiés comme une barrière à *l'impact investing*. Ceci était notamment expliqué au travers de la recherche théorique (cf. supra p.32). Au travers des entretiens menés, nous avons pu remarquer que les banquiers mélangeaient encore beaucoup l'ensemble des concepts apparentés à *l'impact investing*. Par exemple, Monsieur de Dorlodot nous expliquait que la banque proposait un portefeuille modulable d'*impact investing*. Or, après approfondissement de notre côté, nous avons pu réaliser qu'il s'agissait en réalité d'un portefeuille ISR. On remarque donc bel et bien qu'il existe encore un flou conceptuel autour de *l'impact investing*, notamment du fait qu'il n'existe pas encore une définition unanime, tel qu'expliqué dans la théorie. Ceci provoque alors un certain manque d'information de la part des banquiers vis-à-vis de leurs clients.

Ceci dit, nous préférons parler de **degré d'information** plutôt que de qualifications insuffisantes des professionnels. Le degré d'information dépendra alors tant des connaissances financières des investisseurs et que des conseils qu'ils reçoivent.

Ainsi, certains investisseurs ont expliqué ne pas avoir une **connaissance financière** suffisamment grande que pour réellement comprendre la problématique : « *Je connais mal ce produit* ». Madame Champagne nous expliquait d'ailleurs que nombreux sont les clients n'étant même pas encore mis au courant de l'ensemble des opportunités d'ISR, et donc par conséquent, encore moins de *l'impact investing* puisque cette stratégie n'est pas aussi connue que la précédente. Nous avons d'ailleurs brièvement évoqué, au travers de la revue littéraire, la complexité grandissante des produits financiers et l'importance des conseillers et gestionnaires à cet égard. Les **conseils reçus** dépendront fortement des gestionnaires vers lesquels ils se tournent, puisque ces derniers détiennent le rôle crucial d'expliquer l'ensemble des produits. Les interviewés affirment que *l'impact investing* fait systématiquement partie des discussions avec le client. Ceci dit, ces derniers expliquaient notamment ne pas directement proposer cette stratégie d'investissement, à cause du risque qu'elle entraîne. De plus, un sondé a avoué n'avoir jamais été conseillé à ce sujet. Nous avons également expliqué, au travers de la recherche théorique, qu'une grande partie de HNWIs affirmaient ne jamais avoir été mis au courant de *l'impact*

investing (cf. supra p.41). Nous pensons donc que les gestionnaires ne conseillent pas suffisamment leurs clients à cet égard.

✓ *Le seuil d'intervention*

Le **seuil d'intervention** est ensuite mentionné par une partie des sondés. Ces derniers estiment qu'ils sont encore trop élevés. Lors des interviews et recherches préalables nous avons vu qu'il existait de **nombreuses solutions atteignables à des niveaux de fortune bas**. Par exemple, les parts du fond d'*impact investing* proposé par KBC sont atteignables à partir de cinq cent euros. Néanmoins, les banquiers ne recommandent pas directement l'*impact investing* comme solution d'investissement à leurs clients. Ainsi, Monsieur de Dorlodot explique qu'ils **conseilleront d'abord des produits financiers protecteurs**, comme l'épargne et la pension. De plus, pour être client de banque privée, il faut déjà détenir un certain niveau de patrimoine. Dans le cas de KBC, il faut pouvoir investir 750 mille euros. Dans le cas de Degroof-Petercam, il faut investir au minimum 250 mille euros. Nous en venons alors à la conclusion qu'il s'agit tout de même d'une résultante au manque d'information. En effet, il existe une multitude d'institutions offrant des solutions d'*impact investing* à leurs clients, et ce pour quelques euros (nous pensons notamment à Triodos). Notons cependant qu'à cause de la durée des investissements et du problème de liquidité, les investisseurs doivent tout de même détenir un certain niveau de patrimoine pour y accéder (puisque'ils ne pourront pas y accéder durant toute la durée d'investissement).

✓ *Les historiques de performance*

Ensuite, les sondés mentionnent troisièmement le **manque d'historiques de performance**. Madame Champagne nous confirmait cela en affirmant qu'un investisseur demandera systématiquement à voir une performance sur plusieurs années. Cette stratégie étant relativement jeune, cela n'est, à priori, pas possible. Ceci dit, Monsieur Kervyn nous a expliqué qu'il existait des fonds comprenant des valeurs similaires, ce qui permet alors de réaliser une comparaison. A nouveau, il nous semble que cette barrière est provoquée par un manque d'information. Les investisseurs ne semblent pas au courant de l'ensemble des **techniques permettant de simuler un historique de performance**. Par exemple, nous avons pu remarquer que le fond d'*impact investing* offert par KBC détaillait un historique de performance au-delà de sa date de création. Ceci a été réalisé via des modèles quantitatifs permettant de simuler une performance. Ci-dessous, nous reprenons l'exemple d'un sondé détaillant son souhait quant aux historiques de performance.

*« My perception of the Impact Investment industry is that it has not been able to generate financial returns for the investors and / or also not been able to deliver on social impact / change. I wish the impact investing industry had a better track record on both these issues, possibly via better reporting / transparency on these two important indicators of success. »*³³

³³ Traduction : « Ma perception du secteur de l'*impact investing* est qu'il n'a pas été capable de générer des retours financiers pour les investisseurs et / ou n'a pas non plus été capable de produire des effets / changements sociaux. Je souhaite que le secteur de l'*impact investing* ait un meilleur bilan sur ces deux questions, peut-être grâce à un meilleur rapport / transparence sur ces deux indicateurs importants de succès »

✓ *L'offre d'impact investments*

Les sondés ont également indiqué un certain **manque d'offre**. Monsieur Cogels nous confirmait cela en affirmant que le marché n'était pas encore assez développé que pour attirer une large population d'investisseurs. Ceci dit, comme mentionné précédemment et détaillé dans la revue littéraire, il nous semble qu'il existe un grand nombre de produits permettant de s'engager dans une telle pratique. **Le nombre de solutions proposées croît rapidement**, ce qui a notamment été ressenti au travers des entretiens. Par exemple, Degroof-Petercam vient de lancer son troisième fond d'*impact investing*. Nous pensons donc à nouveau qu'il s'agit d'une résultante au manque d'information.

✓ *Les rendements financiers*

Au travers de l'option « Autre », plusieurs sondés ont affirmés être freinés par les **rendements moins-intéressants** qu'offre l'*impact investing*, en comparaison avec d'autres stratégies plus traditionnelles. Nous avons démontré dans la théorie que les rendements des fonds d'*impact investing* **ne performaient pas moins bien que les autres**, voire même mieux (cf. supra p.46). Il s'agit donc ici clairement d'un manque d'information. Les investisseurs semblent avoir encore beaucoup de **stéréotypes** en tête, ce qui nuit alors au développement de la stratégie.

✓ *L'impact washing*

Enfin, l'**impact washing**. Les sondés affirment être sceptiques quant à l'incidence positive que leurs investissements peuvent provoquer. Au travers des entretiens, nous avons notamment pu réaliser que les banquiers affirmaient qu'il y avait un certain manque de contrôle à ce niveau-là. Ceci dit, Madame Champagne nous témoignait qu'elle pensait plus que l'*impact washing* était provoqué par les gestionnaires, ces derniers vendant des produits sous l'étiquette de l'*impact investing*, sans toutefois l'être. Ceci a également été relevé par Brest et Born en 2013 (cf. supra p.32). Par conséquent, un certain manque d'information et de connaissances de la part des professionnels provoque ce frein. Ainsi, le flou conceptuel en est le principal coupable. Nous avons d'ailleurs expliqué que le manque de définition conceptuelle provoquait cette menace d'*impact washing* (cf. supra p.25). Pour illustrer, nous avons repris une citation provenant d'une personne sondée qui explique alors sa préoccupation quant à l'*impact washing* et au fait que les institutions financières vendent fausement des produits d'*impact investing*.

« *I have concerns that as a result of the explosion of interest in impact investing that there will be a **repackaging by financial institutions of their standard investment propositions as 'impact' investments**. Similar to the "greenwashing" of funds that took place in response to the growth of interest in socially responsible investing (SRI).* »³⁴

³⁴ Traduction : « Je crains que, en raison de l'intérêt suscité pour l'*impact investing*, les institutions financières reconditionnent leurs propositions d'investissement standard en tant qu'investissements 'd'impact'. Similaire au 'greenwashing' des fonds qui a eu lieu en réponse à la croissance de l'intérêt pour l'investissement socialement responsable (ISR) »

✓ Stéréotypes infondés

Au travers ce début d'analyse des résultats, nous avons remarqué qu'il existait encore beaucoup de **stéréotypes infondés** au niveau de l'*impact investing*, et que cela provoque des barrières qui n'ont pas lieu d'être (comme croire que les seuils sont trop élevés ou que les rendements sont plus faibles). Il faut donc impérativement contrer ces stéréotypes de manière à ce que l'*impact investing* se développe.

7.1.2. Le risque

Les sondés ont relevé **le risque** comme étant une grosse barrière à leur engagement dans une telle pratique. Nous avons également remarqué cela au travers des entretiens. Il est vrai que pour s'engager dans une telle pratique, il faut avoir un profil d'investisseur dynamique et preneur de risque. Par exemple, le fond d'*impact investing* proposé par KBC se situe à 6, sur une échelle de risque allant de 1 (faible) à 7 (élevé). Comme nous l'avions d'ailleurs mentionné, l'*impact investing* est fortement lié à l'**entrepreneuriat social**, ce dernier étant en relation étroite avec l'**innovation** (cf. supra p.39). Les entreprises sociales sont encore souvent au stade de **start-up** et présentent donc plus de risque. Monsieur Kervyn mettait en avant la grande volatilité de telles valeurs. A titre illustratif, la citation ci-après, provenant d'un investisseur ayant répondu au sondage, démontre bel et bien le lien qui existe entre risque et *impact investing* : « *Il y a souvent une identification d'impact investing avec investissement de capital risque et il faut casser cette liaison* ». Cet investisseur dénote notamment la nécessité de casser ce lien afin de permettre à l'*impact investing* de se développer dans les bonnes conditions.

7.1.3. Première sous-conclusion

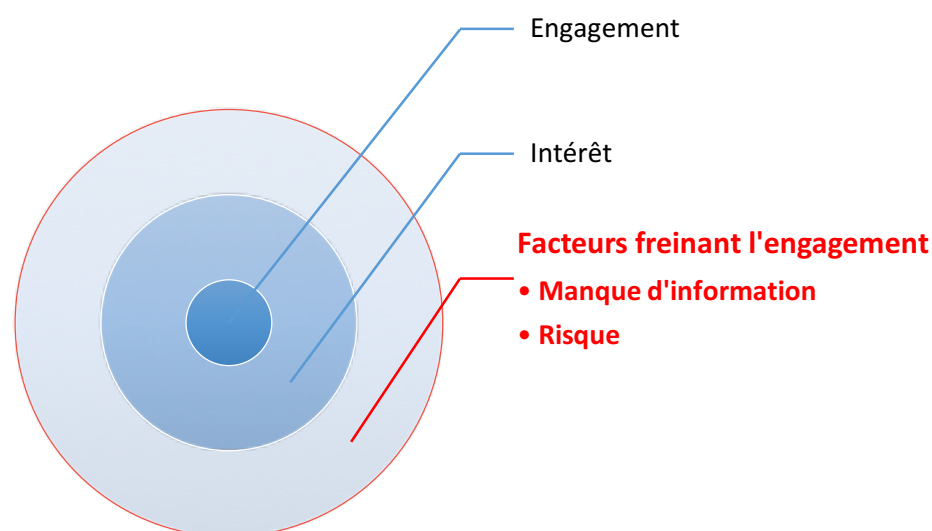
Nous pouvons résumer l'ensemble des barrières sous forme de tableau, représenté ci-dessous.

Tableau 1 : Les facteurs freinant l'engagement

Freins	
Manque d'information	Risque
<ul style="list-style-type: none">➤ Degré d'information➤ <i>Impact washing</i>➤ Stéréotypes infondés	<ul style="list-style-type: none">➤ Entrepreneuriat social➤ Innovation sociale

Le graphe que nous avons brièvement développé au début de ce chapitre peut alors être complété et prendre la forme suivante :

Figure 10 : Les couches de motivation des impact investors - détail des freins



Afin de susciter l'intérêt des investisseurs envers la stratégie d'*impact investing*, il faut surmonter cet ensemble de barrières. Des recommandations peuvent être mises en avant à cet égard. Ces dernières seront alors détaillées dans le chapitre portant sur la recherche future (cf. infra p.85). Une fois les barrières surmontées, il est nécessaire de provoquer l'intérêt des investisseurs. Ceci nous mène donc aux facteurs influençant l'intérêt envers cette stratégie d'investissement.

7.2. Facteurs influençant l'intérêt envers l'*impact investing*

Suite à l'ensemble des données récoltées, nous en concluons que l'intérêt des investisseurs envers cette stratégie d'investissement dépendra de plusieurs facteurs.

7.2.1. Les caractéristiques démographiques

Au travers du quatrième chapitre de ce travail (cf. supra p.52), nous expliquons que les investisseurs portaient un intérêt différent envers l'*impact investing* en fonction de leur appartenance à une génération, leur origine et le type d'investisseur qu'ils sont. En d'autres mots, en fonction de leurs **caractéristiques démographiques**. Leur sensibilité vis-à-vis des problématiques de l'*impact investing* varie grandement en fonction de ces composantes.

Au travers du sondage, nous avons pu remarquer que les répondants appartenant à la **Génération Y** (1981-2000) démontrent un plus grand intérêt pour l'*impact investing* puisqu'ils représentent la population de répondants proportionnellement majoritaire lorsqu'il est question de marquer son désir de s'engager dans une telle pratique. Monsieur Kervyn et Madame Champagne nous ont d'ailleurs confirmé cela lors de leurs entretiens. Nous avons notamment mentionné cet aspect au travers de notre revue littéraire (cf. supra pp.52-53). La Génération Y représente donc bel et bien le futur de l'*impact investing*.

L'**origine** impacte effectivement l'intérêt d'un investisseur envers l'*impact investing*. Ainsi, les répondants provenant d'Amérique du Nord ou d'Europe ont un intérêt différent pour l'*impact investing*. A cet égard, nous avons pu remarquer que les Nord-Américains étaient proportionnellement plus actifs dans cet univers que les Européens. Chaque nation détient une mentalité propre aux valeurs qui sont défendues par sa population, tel que décrit dans le quatrième chapitre de ce mémoire (cf. supra p.56). Ceci implique donc un intérêt différent vis-à-vis des solutions d'investissement proposées. De plus, le sondage nous a fait réaliser que **le lieu d'habitation** de l'investisseur influencera également la prise d'intérêt pour l'*impact investing*. Par exemple, un répondant nous faisait remarquer que déménager dans un pays émergent lui a fait réaliser qu'il était temps de prendre ses responsabilités en tant qu'investisseur et de commencer à s'informer quant aux stratégies d'investissement permettant d'avoir une incidence positive sur le monde : « *I'm from a developed country but I've lived in an emerging country. This experience made me realize about the **need of taking action*** ». ³⁵

Les répondants catégorisés comme *retail* et *mass affluent* semblent être fortement intéressés envers la stratégie d'investissement. Ceci va donc à l'encontre de ce qui a été détaillé dans la théorie qui stipulait que l'*impact investing* était réservé uniquement aux personnes et institutions détenant des hauts niveaux de capital à allouer (HNWIs, FOs, fondations et DFIs) (cf. supra pp.36-38). **L'*impact investing* ne semble donc pas être uniquement réservé à la clientèle disposant d'un haut patrimoine.** Monsieur Kervyn nous faisait d'ailleurs constater que la demande provenant de la clientèle privée à niveaux de fortune moyens n'était plus autant marginale qu'auparavant. Nous avons mentionné dans la première partie que les *mass affluent* représentaient le futur de l'*impact investing* (cf. supra p.54). Ceci est alors confirmé.

Ceci dit, au travers des entretiens, nous avons pu remarquer que les banquiers soulignaient le fait que la demande serait plus tournée vers les institutionnels que les particuliers, ces derniers étant motivés par leur **business model**. Les sondés faisant partie de la catégorie des institutionnels sont d'ailleurs plusieurs à justifier leur intérêt en mentionnant leur *business model* :

« *We manage a fund focused on Southern Africa and the Middle East* » ³⁶

« *[The] focus of [our] funds is on developing countries* » ³⁷

Nous avons omis ici de mentionner le **sexe** comme étant un facteur influençant l'intérêt pour l'*impact investing*. En effet, nous avons démontré au travers de la théorie que les *Millennials*, tant hommes et femmes, prônaient des valeurs partagées par l'*impact investing* : les valeurs féminines (cf. supra pp.53-54). Au travers du sondage, nous avons pu confirmer cela en voyant qu'une divergence nette entre hommes et femmes n'était plus d'application, peu importe la génération considérée. L'intérêt ne serait alors plus fonction du sexe, mais plutôt de l'âge et des valeurs prônées par la génération considérée.

Les caractéristiques démographiques ne suffisent pas pour provoquer un réel engagement dans la pratique de l'*impact investing*. En effet, au cours des entretiens réalisés, nous avons remarqué que tous affirmaient que l'âge, l'origine et le type d'investisseur permettaient uniquement de

³⁵ Traduction : « Je viens d'un pays développé mais j'ai vécu dans un pays émergent. Cette expérience m'a fait prendre conscience de la nécessité d'agir »

³⁶ Traduction : « Nous gérons un fond axé sur l'Afrique du Sud et le Moyen-Orient »

³⁷ Traduction : « Nos fonds sont axés sur les pays en développement »

provoquer une sensibilité différente aux problèmes actuels, et donc de s'intéresser à *l'impact investing*. Ceci dit, cela ne provoque pas nécessairement une intervention réelle. D'autres facteurs sont nécessaires pour provoquer un réel engagement dans l'univers de *l'impact investing*, ces derniers étant détaillé dans la section suivante de ce chapitre.

7.2.2. Mouvement de foule

Au travers de la récolte des données, nous avons pu voir que l'intérêt porté par *l'impact investing* découle en partie d'un certain **mouvement de foule**. Ce mouvement serait lui-même provoqué par deux composantes : une prise de conscience de la part de l'ensemble des investisseurs et un effet de mode.

On remarque, au travers des données récoltées, une **prise de conscience** de la part des investisseurs. Nous pensons que cette tendance est notamment causée par l'intense communication qui a été réalisée autour des SDGs et de la responsabilité des investisseurs dans les problématiques actuelles, comme Madame Champagne en a témoigné. Ceci a donc provoqué une plus grande prise en considération des **aspects éthiques dans leurs décisions d'investissement**. Monsieur Cogels nous donnait notamment l'exemple d'un client FO issu de l'industrie de la bière qui réfléchissait de plus en plus à l'éthique de ses choix d'investissement. Nous avons par ailleurs déjà mentionné la responsabilité des investisseurs dans l'introduction de ce travail de recherche. Notons que les sondés relèvent la responsabilité des investisseurs en soulignant le besoin de coopération entre ces derniers, de manière à ce que *l'impact investing* puisse prendre de l'ampleur :

« *I think it's **important for impact investors to cooperate**. Our company invest in the very early stage of companies; we take a lot of risk. But the startups we invest in need other investors to scale up.* »³⁸

L'**effet de mode** provient du fait qu'il nous apparait que les investisseurs ne veulent pas être les derniers à s'engager dans une pratique d'investissement, comme nous ont expliqué les personnes interviewées. Nous avons pu remarquer au cours des dernières années un effet de mode en rapport avec le mouvement des consom'acteurs (durabilité des achats réalisés). Ainsi, les consommateurs trouvent cela de plus en plus « *trendy* » d'acheter durable. De plus en plus d'entreprises se sont donc engagées dans cette pratique. Nous pensons que la même chose se produit au niveau des investisseurs. Ceci était notamment énoncé dans l'introduction de ce mémoire. Le fait que les investisseurs craignent qu'il y ait de *l'impact washing*, découle notamment des nombreux scandales relatifs *green washing* qui ont suivi l'effet de mode des consom'acteurs, tel que bel et bien expliqué par un investisseur repris dans la section des barrières à l'engagement (cf. supra p.69). Ajoutons que lors des entretiens, il est ressorti que les institutionnels s'intéressent de plus en plus à *l'impact investing* pour des raisons de **marketing**, de **communication** interne et externe et de **réputation**. Ceci démontre alors donc bien que l'intérêt découle d'un certain effet de mode.

³⁸ Traduction : Je pense qu'il est important que les *impact investors* coopèrent. Notre société investit très tôt dans les phases de développement des entreprises ; nous prenons beaucoup de risques. Mais les start-ups dans lesquelles nous investissons ont besoin d'autres investisseurs pour se développer. »

Ceci dit, tel que Monsieur Cogels nous l'expliquait : nombreux sont les investisseurs qui se renseignent sur cette stratégie car ils ont remarqué l'intérêt grandissant porté par le monde financier à cet égard, mais cela n'implique pas qu'ils s'y engageront réellement. Il faut provoquer la motivation de ces investisseurs pour provoquer une réelle intervention. Les facteurs permettant de réaliser cela sont détaillés dans la section suivante de ce chapitre.

7.2.3. La personnalité

La **personnalité** d'un investisseur influencera fortement son intérêt pour l'*impact investing*. Ainsi, par « personnalité » nous entendons les expériences de vie, évènements historiques vécus et conditions de vie.

On a pu remarquer au travers du sondage et des interviews que l'**expérience de vie** des investisseurs forge une sensibilité différente vis-à-vis de la nécessité de s'engager dans une telle pratique. Les **évènements historiques** qu'ils ont vécus et leurs **conditions de vie** feront qu'un investisseur s'intéressera ou non à une telle stratégie d'investissement. Par exemple, la Génération X (1965-1980) semble plus s'intéresser aux problèmes sociaux qu'environnementaux (par rapport à la Génération Y) car ces derniers ont été marqués par de nombreuses crises sociales et économiques (cf. supra pp.52-53). De plus, les personnes originaires de pays en développement ou émergents démontrent une plus grande sensibilité vis-à-vis de la dégradation de l'environnement et des inégalités sociales car ils en ressentent les conséquences quotidiennement. Ainsi, un répondant originaire du Myanmar explique qu'il y a énormément de problèmes dans son pays : « *There are a lot of social and environmental issues to solve in my home country* »³⁹. Cela lui a donc forgé une sensibilité différente que les autres. Nous avons d'ailleurs détaillé, dans la première partie de ce mémoire, l'importance de l'expérience de vie des investisseurs dans leurs décisions d'investissement (cf. supra p.55).

Comme expliqué au niveau des caractéristiques démographiques, nous avons pu réaliser au travers des quatre interviews menées que cela n'était pas suffisant pour provoquer un réel engagement dans le secteur de l'*impact investing*. D'autres facteurs sont nécessaires, ces derniers étant détaillés dans la section suivante.

7.2.4. Meneur de changement

Au travers des données récoltées, nous remarquons que les investisseurs intéressés se perçoivent comme **meneurs de changement**. Nous en sommes venu à ce résultat en analysant les convictions personnelles des investisseurs et le fait que plusieurs en font leur mission personnelle suite à leur insatisfaction par rapport à la situation actuelle.

Ainsi, les investisseurs démontrent une conviction (très) élevée que leurs investissements permettront d'améliorer le monde dans lequel ils vivent. Sur base du sondage, nous remarquons que 95% des répondants en sont (très) convaincus. Monsieur de Dorlodot soulignait notamment que seuls les investisseurs **profondément convaincus que leurs investissements auront une**

³⁹ Traduction : « Il y a beaucoup de problèmes sociaux et environnementaux à résoudre dans mon pays d'origine »

incidence positive se tourneront vers cette stratégie. Nous soulignons d'ailleurs cet aspect dans la revue littéraire en expliquant les *impact investors* sont convaincus qu'ils peuvent avoir un impact direct sur le monde au travers de leurs investissements (cf. supra p.56). Nous pensons donc qu'il est nécessaire d'être tout d'abord convaincu de cela avant de décider de s'engager dans une telle pratique. En effet, comme nous le démontrions dans la première partie, l'*impact investing* a pour but de proactivement générer une incidence positive sur le monde. Si l'investisseur ne croit absolument pas en ce lien de causalité, il ne pensera même pas s'y engager. Ceci se confirme d'ailleurs par le fait que nous n'ayons récolté que huit réponses d'investisseurs refusant s'engager dans une telle pratique. En effet, il est facilement possible de conclure que ces derniers étant nullement intéressés par cette stratégie, ne voient même pas l'intérêt de répondre à un tel sondage.

Plusieurs investisseurs soulignent aussi le fait qu'il s'agit de leur mission personnelle de créer une société plus éduquée et de veiller au bien-être d'autrui. Nous expliquions notamment dans l'introduction que l'aide philanthropique et gouvernementale ne suffisaient plus, d'où l'émergence de l'*impact investing*. Ce concept de mission personnelle est davantage marqué par le fait qu'on remarque également que de nombreux investisseurs soulignent leur **insatisfaction avec la situation actuelle** et que trop peu est mis en place. Ainsi, plusieurs détaillent le fait que l'aide gouvernementale n'est pas suffisante et que les entreprises ne prennent pas suffisamment ces problématiques en compte. Les investisseurs soulignent également l'égoïsme de notre société et que cela ne peut plus durer, comme nous pouvons le voir au travers des citations ci-dessous.

« *Environmental impacts mainly derive from doing the correct thing at the fundamental company level (...) too little is being done.* »⁴⁰

« *Les problèmes sociaux doivent être résolus en priorité par les gouvernements par contre pour les problèmes environnementaux, les entreprises doivent agir de manière responsable. (...) trop peu est fait.* »

« *(...) Societal self-centred thinking and selfish behaviors are the root cause of all of societies problems.* »⁴¹

Notons que Monsieur Cogels, Madame Champagne et Monsieur Kervyn mentionnaient d'ailleurs le manque de support gouvernemental comme problème et que pour provoquer l'intérêt des investisseurs, il fallait mettre en place des avantages fiscaux.

Cependant, la perception de soi-même en tant qu'acteur de changement n'est pas suffisante que pour provoquer un réel engagement. Par atteindre cela, il est nécessaire de creuser plus loin et d'atteindre une couche plus profonde de la motivation.

7.2.5. Deuxième sous-conclusion

Nous pouvons résumer l'ensemble des facteurs influençant l'intérêt pour l'*impact investing* sous forme de tableau, représenté ci-dessous.

⁴⁰ Traduction : « Les impacts environnementaux découlent principalement d'une prise de décision correcte au niveau fondamental de l'entreprise (...) trop peu de choses sont faites. »

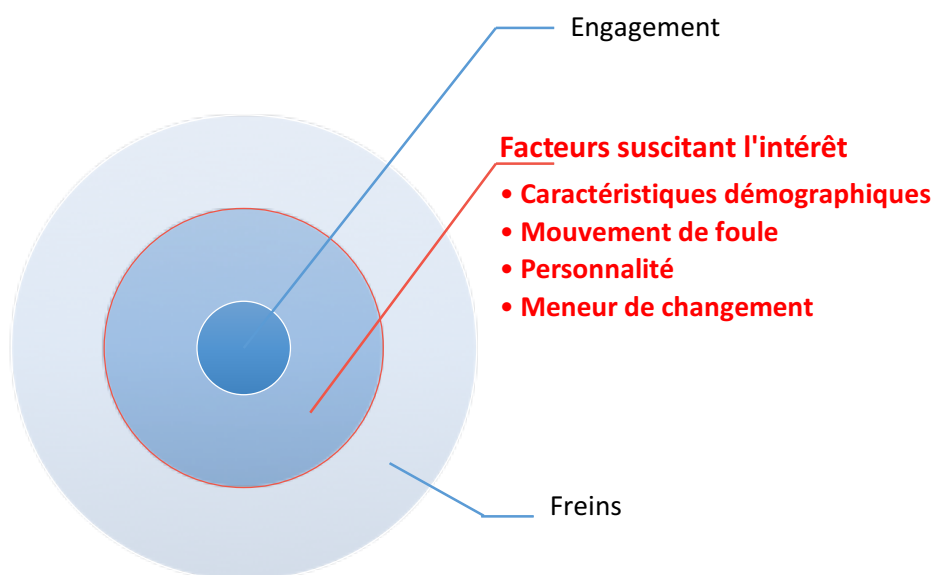
⁴¹ Traduction : « La pensée égocentrique sociétale et les comportements égoïstes sont la cause première de tous les problèmes de la société. »

Tableau 2 : Facteurs suscitant l'intérêt envers l'impact investing

Facteurs d'intérêt			
Caractéristiques démographiques	Mouvement de foule	Personnalité	Perception de soi-même en tant que meneur de changement
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Âge ➤ Origine et lieu d'habitation ➤ Type d'investisseur 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Prise de conscience ➤ Effet de mode 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Expériences de vie ➤ Evènements historiques ➤ Conditions de vie 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Conviction personnelle ➤ Insatisfaction avec le statut quo

Le graphe que nous avons commencé au début de ce chapitre peut alors être complété avec ces informations. Il prend donc la forme suivante.

Figure 11 : Les couches de motivation des impact investors - détails des facteurs influençant l'intérêt pour l'impact investing



Ces quatre catégories ne sont pas suffisantes pour provoquer un réel engagement de la part des investisseurs dans la pratique de l'*impact investing*. Nous avons donc relevé d'autres facteurs qui poussent alors un investisseur à s'y impliquer réellement.

7.3. Facteurs poussant à l'engagement

Après avoir suscité l'intérêt des investisseurs, il est nécessaire de les motiver à commencer les *impact investments* et à devenir actifs dans cette stratégie d'investissement. Nous avons relevé plusieurs facteurs poussant à l'engagement au travers du sondage et des entretiens menés.

7.3.1. Proximité émotionnelle

Au travers des données récoltées, nous relevons l'importance d'une **proximité émotionnelle**. La proximité émotionnelle peut se manifester au travers de divers éléments.

Tout d'abord, cette dernière peut être causée par les **valeurs personnelles et émotionnelles** des investisseurs. Ainsi, au travers du sondage, on remarque que les investisseurs attribuent une grande (très) grande importance à l'alignement de leurs investissements avec leurs valeurs. De plus, la majorité des répondants démontre que ces valeurs sont une des raisons principales d'engagement. Ainsi, un répondant affirme même ne pas imaginer investir contrairement à ses croyances : « *I would not invest counter to my beliefs* »⁴². Nous avons notamment relevé cet aspect au travers de la revue littéraire en expliquant qu'un *impact investor* réalisera des *impact investments* en fonction des valeurs qui lui importent (cf. supra p.55). Madame Champagne affirmait d'ailleurs que des investisseurs se lanceraient dans l'*impact investing* sur base des valeurs qu'ils défendent. Ainsi, approcher un investisseur potentiel en mettant l'accent sur ses valeurs et la possibilité d'aligner ses investissements en fonction de cela, permettra de le motiver à s'engager dans cette voie.

Ensuite, cette proximité peut également être provoquée au travers des passions et intérêts personnels de l'investisseur en question. Nous le soulignons dans le quatrième chapitre, en expliquant que les objectifs personnels d'un investisseur sont importants pour devenir actif dans cette stratégie d'investissement (cf. supra p.55). Ainsi, il nous paraît évident que mettre en avant des **aspects avec lesquels un investisseur est familier**, motivera davantage un investisseur à s'engager dans une telle pratique. Nous avons d'ailleurs pu remarquer, au travers des questions de préférences entre les domaines d'interventions, que nombreux sont les investisseurs qui justifient leur choix en expliquant qu'il s'agit de leur passion. Nous reprenons à titre d'exemple ces deux justifications fournies par deux investisseurs différents :

« *The area I am more familiar with involves social issues* »⁴³

« *I'm passionate about social issues* »⁴⁴

De cette manière, si l'investisseur potentiel est approché directement par des investissements qui l'intéressent dès le départ, il sera fortement motivé à y prendre part. Il pourra donc passer d'un investisseur intéressé à un investisseur engagé.

⁴² Traduction : « Je n'investirais pas à l'encontre de mes croyances »

⁴³ Traduction : « Les problèmes sociaux sont le domaine auquel je suis le plus familier »

⁴⁴ Traduction : « Je suis passionné par les problèmes sociaux »

7.3.2. Proximité fonctionnelle

Un second facteur permettant de motiver un investisseur à commencer à réaliser des *impact investments* est la **proximité fonctionnelle**. Par cela, nous entendons le fait d'engager directement l'investisseur dans ses investissements.

Plusieurs investisseurs expliquent vouloir être connectés à l'investissement qui est réalisé, c'est-à-dire le besoin de **voir l'incidence positive** que l'investissement provoque. Nous avons pu comprendre, au travers de la revue littéraire, que les systèmes de mesure d'incidence consistaient en un challenge à l'*impact investing* (cf. supra p.28). Nous avons également détaillé l'*impact value chain* (cf. supra pp.29-30) et la manière de mettre en avant le lien qui existe entre incidence et investissement. Nous pensons donc que démontrer ce lien de causalité entre l'investissement réalisé et l'incidence positive provoquée permet de motiver grandement un investisseur. Ceci fait notamment rappel à l'introduction de ce mémoire qui spécifiait qu'il était nécessaire de **reconnecter un investisseur avec l'investissement réalisé**. Le sondé cité ci-après démontre bien cette notion : « *I like to invest in what I can touch, experience or have a connection* »⁴⁵. Un autre investisseur détaille notamment le fait qu'il préfère choisir des problématiques sociales car cela signifie qu'il peut voir l'incidence que son investissement aura sur la population ciblée : « *On social issues because you can see to what you are contributing to. For instance, you can improve the life of a women that will have an impact on her family...* »⁴⁶.

On remarque également, au travers des données récoltées, que les investisseurs auront tendance à s'engager dans une telle pratique **en considérant ce que qui les concernent directement**. Ainsi, il ressort que beaucoup d'investisseurs prennent en compte premièrement l'environnement comme raison d'engagement, et non les problématiques sociales. Ensuite, lorsqu'il est question de faire concrètement un choix d'intervention, cet écart ne se ressent plus. Monsieur Cogels et Madame Champagne nous expliquaient notamment que les investisseurs particuliers avaient tendance à être influencés par leur vie quotidienne. Par conséquent, mettre l'accent sur l'impact que cela aura sur leur vie peut donc motiver un investisseur à s'engager dans une telle pratique. A titre d'exemple, l'investisseur cité ci-après explique qu'il désire investir de manière locale car cela sera alors intégré dans son quotidien : « *I believe the closer it is to where we live, the more integrated to our lives it can be* »⁴⁷. Cet autre sondé, cité ci-après, mentionne que l'environnement prévaut car il s'agit d'une nécessité à la survie de l'espèce humaine. On remarque donc indirectement le lien que le sondé établit entre aider le monde et ce qui peut l'aider lui-même : « *Sauvez la société dans un monde qui se dégrade, c'est faire mourir les gens à petit feu en les empoisonnant lentement* ».

7.3.3. Les caractéristiques financières

Au travers des données récoltées, nous avons pu remarquer que l'**aspect financier** prenait encore énormément de place dans la décision d'investissement. Ainsi, Monsieur Cogels nous le mentionnait : *in fine*, ce qui compte en fin d'année pour l'investisseur, c'est le résultat final.

⁴⁵ Traduction : « J'aime investir dans ce que je peux toucher, vivre ou avoir un lien avec »

⁴⁶ Traduction : « Les questions sociales parce que vous pouvez voir ce à quoi vous contribuez. Par exemple, vous pouvez améliorer la vie d'une femme, ce qui aura un impact sur sa famille ... »

⁴⁷ Traduction : « Je crois qu'au plus c'est proche de notre lieu de vie, au plus ce sera intégré dans nos vies »

Nous le mentionnions notamment déjà dans la revue littéraire en distinguant les *impact-first* et *finance-first* (cf. supra p.34), de même qu'au niveau de l'analyse des rendements (cf. supra pp.46-47) des *impact investments* en spécifiant que les *impact investors* ne négligeaient toutefois pas cet aspect.

Au travers du sondage et des entretiens, nous avons pu remarquer que le **rendement financier** reçu constituait une motivation à l'engagement. Ainsi, plusieurs investisseurs mentionnent, en choisissant un domaine d'intervention, que les opportunités sont plus nombreuses et que donc les rendements financiers seront plus élevés puisque le domaine est plus développé. A titre illustratif, les deux investisseurs cités ci-dessous justifient leur préférence pour les problèmes environnementaux en insistant sur la diversité des opportunités d'investissement et les rendements qui en découlent :

« *There is a **strong pipeline** of new technology and innovations/startup companies in which to invest, to improve the environment, which offer the potential for investors to **make a financial return.*** »⁴⁸

« *Environment-focused issues would probably get **higher returns** as **that market is more developed** for investing.* »⁴⁹

Le troisième investisseur ci-après explique qu'il préfère s'attaquer aux pays émergents en spécifiant le rendement financier comme une des raisons d'engagement : « *More need and financial leverage / return* »⁵⁰. Nous en venons donc à la conclusion que démontrer le rendement qu'un investissement produit, est tout aussi important que la proximité émotionnelle et fonctionnelle. Ceci dit, comme nous l'avons expliqué, encore beaucoup d'investisseurs pensent faussement que l'*impact investing* génère un rendement inférieur à celui du marché. Il est donc nécessaire de contrer ce stéréotype. Des recommandations permettant de réaliser cela peuvent alors être faites. Ces dernières sont expliquées dans le chapitre portant sur la recherche future (cf. infra p.85).

Ensuite, nous remarquons que le fait que cette stratégie d'investissement soit plus active (de par sa proactivité) que d'autres incitent certains investisseurs à s'y engager. En effet, Monsieur Kervyn et Monsieur de Dorlodot nous ont tous deux mentionné que certains clients se lancent dans l'*impact investing* uniquement pour avoir cette touche de dynamisme dans leur portefeuille. Ceci dit, il est normal que ce principe de **gestion active** implique qu'il faut avoir un profil d'investisseur « preneur de risque ». Cela est donc un couteau à double tranchant, puisque le risque constitue une des barrières à l'engagement, comme nous l'avons expliqué au début de ce chapitre. Néanmoins, il ressort du sondage que les investisseurs intéressés semblent prêts à prendre plus de risque afin d'être impliqué dans ce secteur. A titre illustratif, un sondé explique : « *It is time to go deeper and **take more risk*** »⁵¹.

⁴⁸ Traduction : « Il y a un grand *pipeline* de nouvelles technologies et d'innovations / start-ups dans lesquelles investir, pour améliorer l'environnement, ce qui offre la possibilité aux investisseurs de réaliser un rendement financier. »

⁴⁹ Traduction : « Les opportunités d'investissement axées sur l'environnement offrent de plus hauts rendements car le marché est plus développé »

⁵⁰ Traduction : « Plus de besoin et levier financier / rendement »

⁵¹ Traduction : « Il est temps d'aller plus en profondeur et de prendre plus de risque »

Au travers du sondage, on remarque que les investisseurs voient également cette stratégie d'investissement comme un outil de **gestion de risque et de diversification de portefeuille**. En effet, on peut voir que les investisseurs choisissent la gestion de risque comme une des raisons d'engagement. Par ailleurs, les sondés justifient plusieurs fois préférer une région plutôt qu'une autre, ou un SDG plutôt qu'un autre, car cela permet de mieux se diversifier. Madame Champagne nous soulignait d'ailleurs cet aspect en expliquant que les institutionnels sont à la recherche de davantage de diversification (à cause des taux bas actuels), et se tournent alors vers *l'impact investing*. A titre d'exemple, l'investisseur cité ci-après justifie sa préférence de régionalisation (c'est-à-dire, les pays émergents) de la sorte : « *For risk management* »⁵². Ceci démontre clairement le désir de diversification des investisseurs.

7.3.4. Troisième sous-conclusion

Les facteurs poussant un investisseur à réellement devenir un *impact investor* peuvent être résumés dans le tableau ci-dessous.

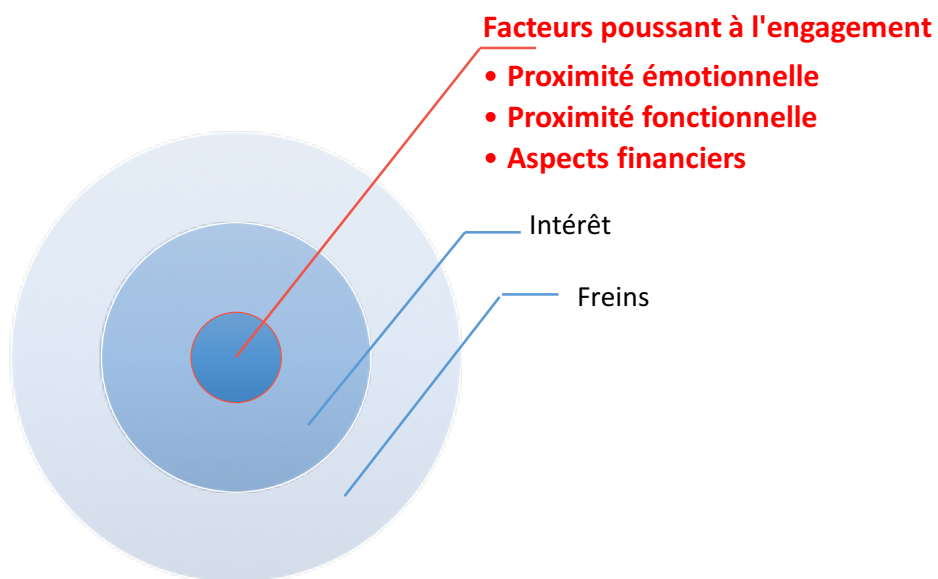
Tableau 3 : Facteurs poussant à l'engagement dans l'impact investing

Facteurs d'engagement		
Proximité émotionnelle	Proximité fonctionnelle	Aspect financier
<ul style="list-style-type: none"> ➤ Valeurs ➤ Passion, familiarité et intérêt personnel 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Détail de l'incidence (<i>impact value chain</i>) ➤ Implication personnelle dans les problèmes 	<ul style="list-style-type: none"> ➤ Rendement ➤ Gestion active ➤ Diversification et gestion de risque

Le graphe en forme de couches peut donc être complété et reprendre les éléments mentionnés dans le tableau ci-dessus.

⁵² Traduction : « Pour de la gestion de risque »

Figure 12 : Les couches de motivation des impact investors - détails des facteurs influençant l'engagement

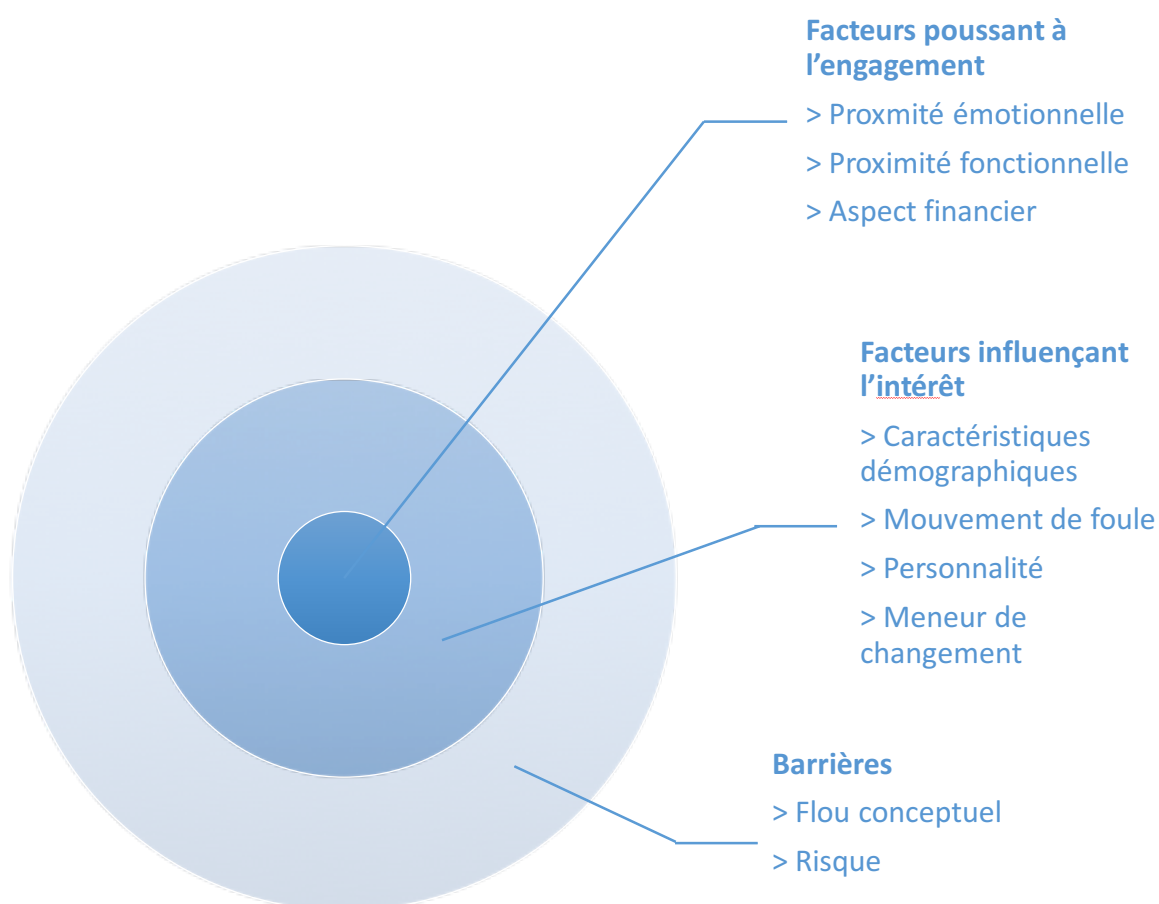


Chapitre 8 : Conclusion des résultats

Ce chapitre a pour objectif de conclure les résultats qui ont été relevé au travers de l'analyse de la problématique de ce travail de recherche. Pour rappel, nous cherchions à déceler les motivations des *impact investors* et donc de comprendre ce qui enthousiasme un investisseur à se tourner vers une telle stratégie d'investissement. Nous en étions venus à la conclusion qu'une telle motivation peut se décomposer en trois couches superposées, chacune allant plus en profondeur.

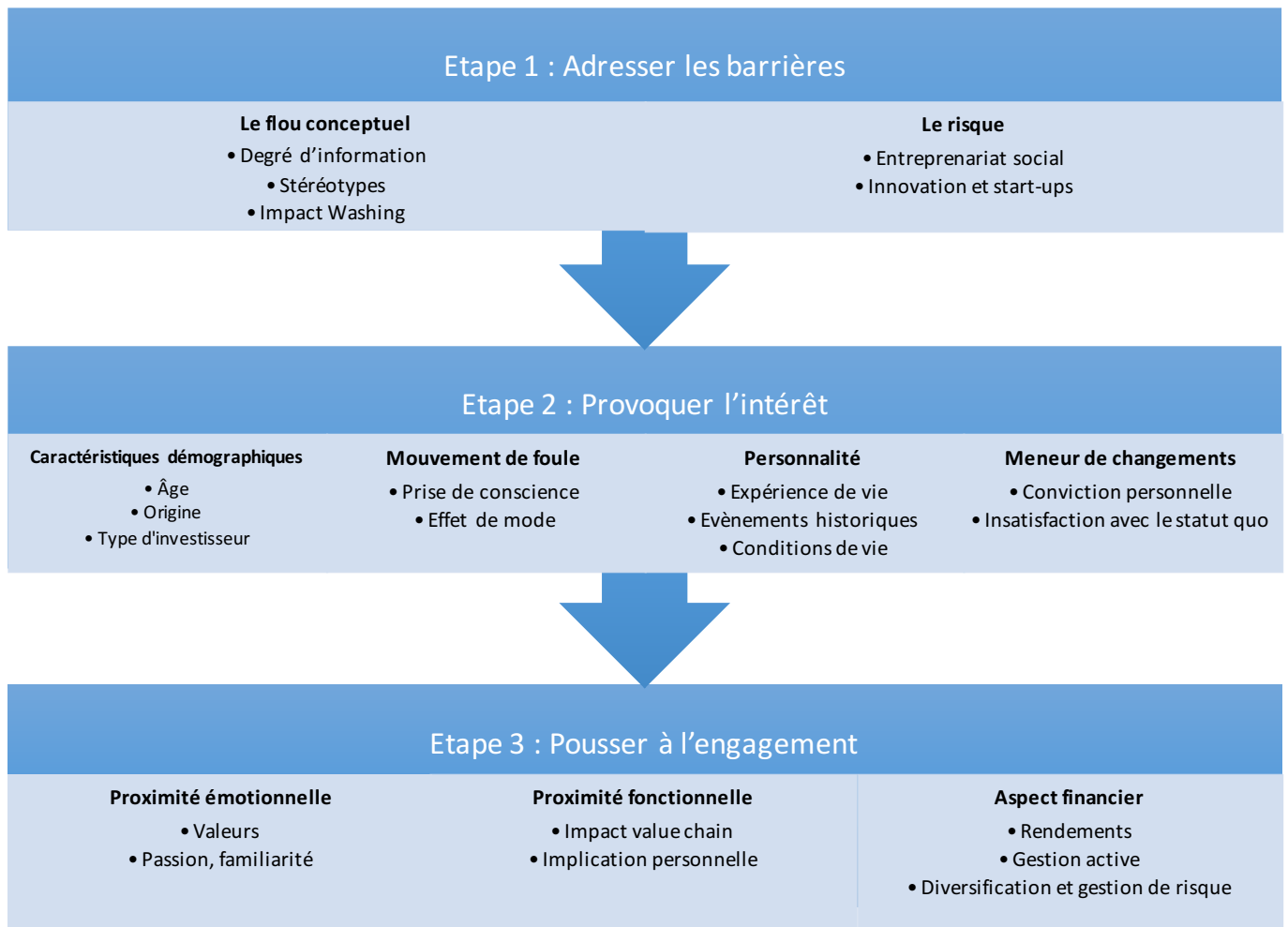
Ci-dessous, nous reprenons le modèle construit et complété de l'ensemble des résultats qui ressortent de l'analyse tant empirique que théorique. Ce graphe permet de bien visualiser les différentes couches menant à l'intervention d'un *impact investor*.

Figure 13: Les couches de motivation des *impact investors*



Après réflexion, nous en sommes venus à la conclusion que ce modèle sous forme de couches peut alors prendre la forme d'un processus. Un processus implique qu'il est nécessaire de passer par les trois étapes afin qu'un investisseur lambda devienne un *impact investor*. Ce graphique sous forme de processus nous permet de réfléchir à des recommandations permettant de réaliser ce qui a été précédemment mis en avant. Ceci est alors détaillé dans le chapitre qui suit.

Figure 14 : Processus d'engagement d'un impact investor



CONCLUSION

Afin de conclure ce travail de recherche, nous portons la réflexion un cran plus loin au travers de deux derniers chapitres.

Le premier chapitre de cette conclusion propose alors quelques recommandations portant sur le futur de l'*impact investing*. Ces dernières sont de l'ordre de cinq. Sont alors abordés le besoin d'une définition claire et précise, un plus grand effort de communication et d'éducation financière, le risque entourant cette stratégie d'investissement, le cadre d'intervention trop restreint et enfin, le besoin d'une étude comportementale portant sur l'influence des caractéristiques démographiques des *impact investors*.

De plus, lors de la rédaction de ce travail de recherche, certaines limites ont été rencontrées, qui sont alors détaillées dans le dernier chapitre, ceci accompagné par un recul critique quant au travail qui a été fourni. Nous abordons alors le flou conceptuel, la taille de l'échantillon de réponses, la prise de contact et la richesse des données récoltées.

Chapitre 9 : Futur et recommandations

Maintenant que nous avons clarifié le processus d'engagement et les motivations des *impact investors*, nous nous posons la question suivante : « que se passe-t-il au-delà de ce travail de recherche ? ». Quelques recommandations peuvent être alors être faites.

Tout d'abord, l'*impact investing* étant en pleine expansion, il nous semble important de former l'ensemble des professionnels sur le sujet. Une meilleure compréhension de cet univers et de l'*impact investor* typique permettra de davantage promouvoir ces solutions auprès des clients, tant privés qu'institutionnels. Ainsi, **l'adoption par tous d'une définition claire et précise nous semble très important**, de manière à s'accorder sur ce que cela représente et de manière à ce que l'ensemble des experts de ce secteur parlent le même langage. De cette manière, il nous apparaît que les concepts apparentés tels que « valeur sociale », « impact social » ou « bien social » devraient être remplacés par des termes plus précis et moins subjectifs, tels que « création de valeur » et « externalités positives ». Centrer la discussion relative à l'*impact investing* autour de concepts théoriquement plus rigoureux permet d'éviter que la discussion ne porte uniquement sur le flou de ces concepts. Ceci permettra également de contrer le frein à l'engagement que représente le manque d'information, tel qu'expliqué dans le septième chapitre de ce travail (cf supra p.66).

Ensuite, il nous paraît nécessaire de fournir une meilleure **éducation financière** aux investisseurs. En effet, nous avons mentionné que nombreux sont les stéréotypes qui persistent au sein de l'univers de l'*impact investing*. Il nous semble qu'un plus grand **effort de communication** (au travers de spots publicitaires, colloques, conférences, etc.) quant aux différents aspects de l'*impact investing* est nécessaire. Nous pensons que cette communication doit se cibler sur l'incidence positive générée (en mettant l'accent sur des données chiffrées et l'implication direct de chaque investisseur dans ces chiffres) et l'ensemble des possibilités d'investissement offertes à tous niveaux de fortune. Se concentrer davantage sur les **Millennials Mass Affluent** semble également important puisqu'ils constituent le futur de cette stratégie. Une étude relative aux meilleurs outils permettant de communiquer ce message est donc nécessaire. Par ceci, nous entendons l'ensemble des outils de marketing permettant d'atteindre les investisseurs intéressés par l'*impact investing*.

Troisièmement, nous pensons que **dé-risquer** cette stratégie d'investissement est nécessaire afin de s'assurer que l'*impact investing* réalise son potentiel vis-à-vis de la société et de la planète. Nous pensons donc qu'il serait utile de davantage diversifier les valeurs reprises dans les fonds, en ne se concentrant pas uniquement sur les petites entreprises encore au stade de développement. Considérer des plus grandes entreprises pourrait être une solution. Ces grandes entreprises n'ayant souvent pas la création d'externalités positives au cœur de leurs opérations, nous pensons qu'il est utile de déterminer un seuil d'implication et de ne sélectionner que les grandes entreprises actives à partir d'un certain pourcentage de leurs opérations dans la création de valeur envers la société. Ceci fait également appel au besoin de **ne plus séparer risque et rendement** comme il est actuellement coutume. Dans le cas de

l'impact investing, il est nécessaire de parler simultanément du risque, rendement et incidence et de faire davantage appel au concept de *blended value*.

Elargir les piliers compris dans *l'impact investing* semble également important. En effet, nous remarquons que les **thématiques culturelles** ne figurent pas dans les deux piliers de *l'impact investing*, à savoir l'intégration sociale et le développement durable, ni dans les SDGs qui représentent un cadre important d'intervention pour ces investisseurs. Ces piliers nous semblent alors quelque peu restreints. Les investisseurs attachent de l'importance à leurs valeurs et héritage culturel, tel qu'expliqué au travers de la recherche littéraire et tel qu'analysé dans les données récoltées. *L'impact investing* est un outil permettant de (ré)introduire des valeurs et de la morale dans la finance. Elargir les piliers et y introduire des thématiques culturelles paraît donc fondamental.

Une dernière recommandation porte sur la compréhension d'un *impact investor* de manière plus profonde. Ainsi, une étude portant sur la **finance comportementale** permettrait de mieux décerner **l'influence des caractéristiques démographiques** (âge, sexe, nationalité, revenus, etc.) sur les comportements d'investissement de ces investisseurs en particulier. Ainsi, au travers de ce mémoire, nous avons pu balayer les tendances générales de ces influences. Il faudrait cependant aller plus en profondeur pour vraiment comprendre ces facteurs d'influence. En réalisant cela, les gestionnaires pourront mieux cibler leurs actions d'information et prendre contact avec les bonnes personnes dès le début.

Chapitre 10 : Limites de la recherche et recul critique

Lors du processus de réflexion, de même que pendant la rédaction de ce mémoire, plusieurs limites ont été rencontrées. Ces dernières sont de l'ordre de quatre et détaillées ci-dessous. Ce travail a également permis de tirer plusieurs enseignements, qui seront utiles au chercheur dans sa vie professionnelle future.

10.1. Limites rencontrées

10.1.1. Le flou conceptuel

Définir l'*impact investing* fût un challenge. En effet, encore trop de chercheurs confondent l'*impact investing* avec d'autres solutions de finance responsable, principalement les ISR. Ainsi, il fût quelque peu difficile de trouver une définition claire et précise. De plus, lors de la récolte de données, il a pu être remarqué que de nombreux investisseurs ne comprennent pas très bien la différence entre les ISR et l'*impact investing*, la frontière étant encore assez vague dans la pratique. Ce flou conceptuel fût donc une limite à ce travail de recherche, et fût ainsi la base de la première recommandation qui nous est venue à l'esprit.

10.1.2. L'échantillon de réponses

Le questionnaire n'a pu récolter que 107 réponses au total. Cet échantillon de réponse nous semble encore trop peu que pour être représentatif. Dans certaines catégories d'investisseur, récolter plus de réponses aurait permis de réaliser un modèle d'engagement des *impact investors* plus précis et d'établir des différences en fonction du niveau de capital détenu. De plus, il aurait fallu également collecter plus de réponses par continent, ce qui aurait alors permis de déceler davantage de variances entre l'origine des investisseurs. Afin de récolter davantage de réponses, nous aurions pu demander à des gestionnaires de patrimoine de le faire compléter lors de chaque rendez-vous avec un de leurs clients.

10.1.3. La prise de contact

Le sujet traité dans ce mémoire découlant principalement de concepts liés à l'univers de l'« argent », il fût difficile de trouver des investisseurs marquant leur accord à dévoiler certaines informations. L'objectif premier de ce mémoire était d'interroger personnellement des clients de banques privées, tant *impact investors* qu'investisseurs traditionnels. Ceci s'est avéré ne pas être possible, à cause de la protection des données privées de ces clients par les multiples banques privées. Un questionnaire anonyme fût alors choisi comme solution à ce problème. Cependant, certains répondants ont semblé réticents à donner leur opinion, révéler le montant de leur capital détenu et/ou leur optique d'investissement. Le sujet étant relativement **sensible et tabou**, il a été difficile de trouver des répondants au questionnaire. Il a fallu poster le questionnaire de nombreuses fois sur de multiples groupes LinkedIn, de même que contacter personnellement des clients de banques privées en insistant grandement sur l'anonymat du questionnaire. De plus, il nous semble que l'anonymat du questionnaire nous a empêché de

valider entièrement les réponses récoltées. En effet, nous ne pouvons pas savoir qui se cache derrière les données récoltées.

10.1.4. Données récoltées

Ajoutons également que les données récoltées sont décontextualisées. En effet, le sondage et les entretiens ont uniquement fourni des informations hors de leur contexte. Par cela, nous entendons que nous n'avons pas pu observer un investisseur lors de sa prise de décision. Analyser des *impact investors*, en-devenir ou déjà actifs, dans leur milieu et environnement, nous aurait donné la possibilité d'avoir des données plus riches et contextualisées et d'ainsi comprendre de manière plus précise les dynamiques sous-jacentes de leurs intérêts, motivations et éventuelles barrières.

10.2. Recul critique quant au travail fourni

Au travers de l'écriture de ce mémoire, plusieurs enseignements ont pu être acquis.

Tout d'abord, un premier enseignement qui a pu être tiré de ce mémoire fût l'importance de croiser les diverses sources récoltées et de prendre de la hauteur par rapport aux informations trouvées. En effet, il est primordial d'avoir un esprit critique quant aux données, ce que ce travail de recherche a permis de davantage développer.

Ensuite, le second enseignement qui a pu être tiré de ce mémoire fût la rigueur nécessaire. Ainsi, ce travail a permis d'apprendre à s'organiser de manière à planifier le travail à fournir et à réaliser les étapes importantes de la recherche dans les temps.

Troisièmement, une autre leçon qui a pu être tirée fût de toujours pousser plus loin et ne pas se contenter de peu. Ainsi, ce mémoire nous a permis de réaliser que tout problème a une solution et qu'il ne faut pas s'arrêter au premier obstacle rencontré. Cet enseignement sera grandement utile dans notre future vie professionnelle.

Enfin, ce travail de recherche a permis de compléter et finaliser la formation reçue ces cinq dernières années à l'ICHEC Brussels Management School, en menant à bien un long travail de recherche et en nous offrant l'opportunité de nous spécialiser davantage dans un secteur. Au travers de ce mémoire, nous avons eu l'opportunité de lire amplement à propos des solutions de durabilité dans le monde financier, ce qui nous a permis de nous sensibiliser davantage aux problèmes actuels auxquels la société actuelle fait face.

LISTE DE REFERENCES

❖ Encyclopédies et dictionnaires

- Kane, L. M. et Youssefnia, D. (2017). Survey Nonresponse Bias. *The SAGE Encyclopedia of Industrial and Organizational Psychology*. Etats-Unis : SAGE Publications.
- Salkind, N. J. (2010). Bias. *Encyclopedia of Research Design*. Etats-Unis : SAGE Publications.
- Salkind, N. J. (2010). Response Bias. *Encyclopedia of Research Design*. Etats-Unis : SAGE Publications.

❖ Livres et ouvrages

- Hofstede, G. (1998). *Masculinity and Femininity : The Taboo Dimension of National Cultures*. Etats-Unis : SAGE Publications.
- Godeke, S. et al. (2009). *Solutions for Impact Investors : From Strategy to Implementation*. New-York : Rockefeller Philanthropy Advisors. Récupéré de https://thegiin.org/assets/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/53-1.pdf
- Ritchie, J. et Lewis, J. (2014). *Qualitative Research Practice : A Guide for Social Science Students and Researchers*. Londres : SAGE Publication Ltd.
- Rodin, J. et Brandenburg, M. (2014). *The power of impact investment : putting markets to work for profit and global good*. Philadelphie : Wharton Digital Press. Récupéré de [https://books.google.dk/books?hl=en&lr=&id=9Oo_BAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR3&dq=Rodin,+J.+--+Brandenburg,+M.+\(2014\)+The+power+of+impact+investing.+Philadelphia:+The+Rockefeller+Foundation.&ots=hqFXFl44_-&sig=zva2tfKH0cGHCwy9umLxGbViPl&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false](https://books.google.dk/books?hl=en&lr=&id=9Oo_BAAQBAJ&oi=fnd&pg=PR3&dq=Rodin,+J.+--+Brandenburg,+M.+(2014)+The+power+of+impact+investing.+Philadelphia:+The+Rockefeller+Foundation.&ots=hqFXFl44_-&sig=zva2tfKH0cGHCwy9umLxGbViPl&redir_esc=y#v=onepage&q&f=false)
- Schmidpeter, R. (2013). Social Innovation : A New Concept for a Sustainable Future?. [Chapitre 1]. Dans *Social Innovation : A solution for a Sustainable Future* (1-9). Berlin : Springer-Verlag Berlin Heidelberg. doi : 10.1007/978-3-642-36540-9
- Schöning, M. (2013). Social Entrepreneurs as Main Drivers of Social Innovation. [Chapitre 10]. Dans *Social Innovation : A solution for a Sustainable Future* (111-118). Berlin : Springer-Verlag Berlin Heidelberg. doi : 10.1007/978-3-642-36540-9
- Spiess-Knalf, W. et Scheck, B. (2017). *Impact Investing : Instruments, Mechanisms and Actors*. Italie : Mario La Torre. doi : 10.1007/978-3-319-66556-6
- Weber, O. et Remer, S. (2011). *Social Banks and the Future of Sustainable Finance*. New York : Routledge. Récupéré de https://books.google.be/books?hl=en&lr=&id=Rj_fU_wXVkYC&oi=fnd&pg=PP1&dq=social+banks&ots=co46-ciZJK&sig=xQXeHeWvuhU5sR7g9AHiQdO1Ftk#v=onepage&q=social%20banks&f=false
- Wessel, S. (2013). Goals and Control of Family Offices: A Conceptual Framework. [Chapitre 3]. Dans *Goals, Control and Conflicts in Family Offices : A Conceptual and In-depth Qualitative Study* (17-39). Allemagne : Springer Gabler. doi : 10.1007/978-3-658-02491-8_3

❖ Articles scientifiques

- Arjaliès, D-L. (2014). Le mouvement de l'Investissement Socialement Responsable : une mise en perspective historique. *N. Mottis (Eds)*, 11-32. Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2419576
- Ashta, A. (2014). An Introduction to Slow Money and its Gandhian Roots. *Journal of Human Values*, 20 (2), 209-225. doi : 10.1177/0971685814539410
- Bachet, D. (2012). La banque coopérative peut-elle devenir une alternative à la finance capitaliste ? *La Revue des Sciences de Gestion*, 3, 255-256. doi : 10.3917/rsg.255.0097
- Beers, D. M. (2011). The Family Office : Recent Development. *Tax Management Memorandum*, 52 (24), 483-490. Récupéré de https://search-proquest-com.ezproxy.ulb.ac.be/docview/904137808?rfr_id=info%3Axri%2Fsid%3Aprimo
- Betournay, M. (2015). Impact Investing : Call it what you will, some investors seek more than just financial returns. *MidStream Business*, 5, 78-81. Récupéré de <http://proxy1-bib.sdu.dk:2048/login?url=https://search-proquest-com.proxy1-bib.sdu.dk/docview/1722416942?accountid=14211>
- Brest, P. (2016). Investing for Impact with Program-Related Investments. *Stanford Social Innovation Review*, 14 (3), 19-27. Récupéré de <https://search-proquest-com.proxy1-bib.sdu.dk/docview/1792217849/fulltextPDF/7F80A36EC75344D7PQ/1?accountid=14211>
- Brest, P. et Born, K. (2013). Up for Debate : When Can Impact Investing Create Real Impact?. *Stanford Social Innovation Review*, 11 (4), 22-31. Récupéré de <https://community-wealth.org/sites/clone.community-wealth.org/files/downloads/article-brest-born.pdf>
- Brignall, S. et Modell, S. (2000). An institutional perspective on performance measurement and management in the 'new public sector'. *Management accounting research*, 11 (3), 281-306. doi : 10.1006/mare.2000.0136
- Bugg-Levine, A. et Emerson, J. (2011). Impact Investing : Transforming How We Make Money while Making a Difference. *Innovations*, 6 (3), 9-18. Récupéré de http://www.mitpressjournals.org/doi/pdf/10.1162/INOV_a_00077
- Carrington, M. J., Neville, B. A. et Whitwell, G. J. (2010). Why ethical consumers don't walk their talk: Towards a framework for understanding the gap between ethical purchase intentions and actual buying behaviour of ethically minded consumers. *Journal of Business Ethics*, 97 (1), 139-158. doi : 10.1007/s10551-010-0501-6
- Caruana, R., Carrington, M. J. et Chatzidakis, A. (2016). "Beyond the Attitude-Behaviour Gap: Novel Perspectives in Consumer Ethics": Introduction to the Thematic Symposium. *Journal of Business Ethics*, 126 (2), 215-218. doi : 10.1007/s10551-014-2444-9
- Charles, A. et Kasilingam, R. (2013). Does the Investor's age Influence Their Investment Behaviour? *Paradigm*, 17 (1-2), 11-24. Récupéré de <http://journals.sagepub.com/doi/abs/10.1177/0971890720130103?journalCode=para>
- Dejoux, C. et Wechtler, H. (2011). Diversité générationnelle : implications, principes et outils de management. *Management & Avenir*, 3 (43), 227-238. doi : 10.3917/mav.043.0227
- Drummer, C. et Marshburn, R. (2014). Philanthropy and Private Foundations: Expanding Revenue Sources. *New directions for community colleges*, 168, 77-89. doi : 10.1002/cc.20122
- Gerzema, J. et D'Antonio, M. (2017). The Athena Doctrine : Millennials Seek Feminine Values in Leadership. *Journal of Leadership Studies*, 10 (4), 63-65. doi : 10.1002/jls.21506

- Gregory, N. (2016). De-Risking Impact Investing. *World Economics*, 17 (2), 143-159. Récupéré de <https://www.worldeconomics.com/Journal/Papers/De-Risking%20Impact%20Investing.details?ID=643>
- Griffin, P. (2013). Gendering Global Finance: Crisis, Masculinity, and Responsibility. *Men and Masculinities*, 16 (1), 9-34. doi : 10.1177/1097184X12468097
- Hebb, T. (2013). Impact investing and responsible investing: what does it mean?. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3 (2), 71-74. doi: 10.1080/20430795.2013.776255
- Höchstädter, K. et Scheck, B. (2014). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132 (2), 449-475. doi : 10.1007/s10551-014-2327-0.
- Jackson, E.T. (2013). Interrogating the theory of change: evaluating impact investing where it matters most. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3 (2), 95-110. doi: 10.1080/20430795.2013.776257.
- Lascu, D-N., Babb, H. W. et Phillips, R. W. (1997). Gender and Investment: The Influence of Gender on Investment Preferences and Practices. *Managerial Finance*, 23 (10), 69-83. Récupéré de <https://www-emeraldinsight-com.proxy1-bib.sdu.dk/doi/pdfplus/10.1108/eb018652>
- Lehn, B., Rubin, J. S. et Zielenbach, S. (2004). Community Development Financial Institutions: Current Issues and Future Prospects. *Journal of Urban Affairs*, 26 (2), 177-195. Récupéré de <http://onlinelibrary.wiley.com.ezproxy.ulb.ac.be/store/10.1111/j.0735-2166.2004.00196.x/asset/j.0735-2166.2004.00196.x.pdf?v=1&t=jeoae3d2&s=f42394d6711fdb6e2d49e0c4b48fa48c91498544>
- MacDonald, M. et Dolan, J. (2013). Femininity and Feminine Values. *The International Encyclopedia of Communication*, 6p. doi : 10.1002/9781405186407.wbiecf018.pub2
- Mair, J. et Hehenberger, L. (2014). Front-stage and backstage convening: The transition from opposition to mutualistic coexistence in organizational philanthropy. *Academy of Management Journal*, 57 (4), 1174-1200. doi : 10.5465/amj.2012.0305
- Matray, L. (2008). Les banques sociales américains. *Regards croisés sur l'économie*, 1 (3), 206-207. doi : 10.3917/rce.003.0206
- McGrath, C. (2017). Chelsea McGrath, The Government's Role in Unleashing Impact Investing's Full Potential. *Pepperdine Law Review*, 44 (3), 799-840. Récupéré de <http://heinonline.org/HOL/P?h=hein.journals/pepplr44&i=663>
- Mendell, M. et Barbosa, E. (2013). Impact investing: a preliminary analysis of emergent primary and secondary exchange platforms. *Journal of Sustainable Finance and Investment*, 3 (2), 111-123. Récupéré de <https://doi.org/10.1080/20430795.2013.776258>
- Moore, M., Westley, F. R. et Nicholls, A. (2012). The Social Finance and Social Innovation Nexus. *Journal of Social Entrepreneurship*, 3 (2), 115-132. doi : 10.1080/19420676.2012.725824
- Pasewark, W. R. et Riley, M. E. (2010). It's a Matter of Principle: The Role of Personal Values in Investment Decisions. *Journal of Business Ethics*, 93 (2), 237-253. doi : 10.1007/s10551-009-0218-6
- Paetzold, F., Busch, T. et Chesney, M. (2015). More than money: exploring the role of investment advisors for sustainable investing. *Annals in Social Responsibility*, 1 (1), 195-223. doi : 10.1108/ASR-12-2014-0002

- Reeder, N., Colantonio, A., Loder, J. et Jones, G. R. (2015). Measuring impact in impact investing: an analysis of the predominant strength that is also its greatest weakness. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5 (3), 136-154. doi: 10.1080/20430795.2015.1063977
- Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable : Origines, débats et perspectives. *Revue Française de Gestion*, 7 (236), 79-92. doi : 10.3166/RFG.236.79-92
- Ripple, W. J. et al. (2017). World Scientists' Warning to Humanity: A Second Notice. *BioScience*, 67 (12), 1026-1028. Récupéré de <https://academic.oup.com/bioscience/article/67/12/1026/4605229>
- Roundy, P., Holzhauer, H. et Dai, Y. (2017). Finance or philanthropy? Exploring the motivations and criteria of impact investors. *Social Responsibility Journal*, 13 (3), 491-512. doi : 10.1108/SRJ-08-2016-0135
- Rousseau, A., Taskin, L., Constantinidis, C. et Gras, C. (2011). La collaboration multigénérationnelle : Rapport théorique. *ILSM-Rapport de recherche RH-Entreprises*, 1(1), 40p
- Sheeran, P. et Webb, T. L. (2016). The Intention-Behavior Gap. *Social and Personality Psychology Compass*, 10 (9), 503-518. doi : 10.1111/spc3.12265
- Slager, R. et Chapple, W. (2016). Carrot and Stick? The Role of Financial Market Intermediaries in Corporate Social Performance. *Business & Society*, 55 (3), 398-426. doi : 10.1177/0007650315575291
- van Zantbeek, A. et Draye, J. (2012). The Belgian private foundation. *Trusts & Trustees*, 18 (6), 509-517. Récupéré de <https://doi-org.proxy1-bib.sdu.dk/10.1093/tandt/tts052>
- Vishkin, D. E. (2017). Why have UK pension funds not taken on social impact investing? *Public Sphere Journal*, 75-106. Récupéré de <http://publicspherejournal.com/wp-content/uploads/2017/04/Revised-2017-PSJ-PDF-1.pdf>
- Young, W., Hwang, K., McDonald, S. et Oates, C. J. (2010). Sustainable consumption: Green consumer behaviour when purchasing products. *Sustainable Development*, 18 (1), 20-31. doi : 10.1002/sd.394

❖ Articles de journal

- Emerson, J. et Norcott, L. (2014, 24 avril). Millennials Will Bring Impact Investing Mainstream. *Stanford Social Innovation Review*. Récupéré de https://ssir.org/articles/entry/millennials_will_bring_impact_investing_mainstream
- Gilbert, J. C. (2017, 9 octobre). Putting The Impact In Impact Investing: 28 Funds Building A Credible, Transparent Marketplace. *Forbes*. Récupéré de <https://www.forbes.com/sites/jaycoengilbert/2017/10/09/putting-the-impact-in-impact-investing-28-funds-building-a-credible-transparent-marketplace/2/#7304986b641f>
- Hannon, K. (2016, 6 janvier). How You Can Start Impact Investing In 2016. *Forbes*. Récupéré de <https://www.forbes.com/sites/nextavenue/2016/01/06/how-you-can-start-impact-investing-in-2016/#74c12ad2536a>
- Joyce, L. (2017, 18 septembre). Banking On The Mass Affluent : Millennials With Money. *The Financial Brand*. Récupéré de <https://thefinancialbrand.com/67492/banking-mass-affluent-millennials/>

Wallace-Wells, D. (2017, 9 juillet). The Uninhabitable Earth. *New-York Magazine*. Récupéré de <http://nymag.com/daily/intelligencer/2017/07/climate-change-earth-too-hot-for-humans.html>

❖ Mémoires, thèses et syllabus

Lewis, M. (2016). *Les perspectives et obstacles au développement du marché de l'impact investing en Belgique* (Mémoire de Master en Sciences de Gestion). HEC, Liège.

Lugen, M. (s.d.). *Petit guide de méthodologie de l'enquête*. Syllabus. Université Libre de Bruxelles, Bruxelles. Récupéré de http://igeat.ulb.ac.be/fileadmin/media/publications/Enseignement/Petit_guide_de_méthodologie_de_l_enquête.pdf

Rüede, D., et Lurtz, K. (2012). *Mapping the Various Meanings of Social Innovation: Towards a Differentiated Understanding of an Emerging Concept*. (EBS Business School Research Paper). Récupéré de https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2091039

Simon, N. (2014). *L'émergence de l'impact investing : une nouvelle forme d'investissement socialement responsable ?* (Mémoire de Master en Gestion de l'Entreprise). ICHEC, Bruxelles.

Simsa, R., Rauscher, R., Schober, C. et Moder, C. (2014). *Methodological Guideline for Impact Assessment*. (Working Paper). Récupéré de <https://thirdsectorimpact.eu/documentation/tsi-working-paper-1-methodological-guideline-impact-assessment/>

Paquet, G., Bawin, I., Schrooten, V. et Wattier, S. (2016). *Séminaire de méthodologie et d'initiation à la démarche scientifique*. Syllabus. ICHEC, Bruxelles.

❖ Rapports

Bugg-Levine, A. (2012). *The Future of Community Development. How CDFIs Can Best Ride the Impact Investing Wave*. Etats-Unis : Federal Bank of San Francisco. Récupéré de <https://www.frbsf.org/community-development/files/bugg-levine.pdf>

Cambridge Associates. (2017). *The Financial Performance of Real Assets Impact Investments: Introducing the Timber, Real Estate, and Infrastructure Impact Benchmarks*. Etats-Unis : Cambridge Associates. Récupéré de <https://www.cambridgeassociates.com/research/financial-performance-real-assets-impact-investments-introducing-timber-real-estate-infrastructure-impact-benchmarks/>

Commission Européenne. (2017). *Eurobaromètre 2017*. Union Européenne : Commission Européenne. Récupéré de <http://www.europarl.europa.eu/news/en/headlines/priorities/eurobarometer-2017>

Emerson, J. (s.d.). *Risk, Return and Impact: Understanding Diversification and Performance Within an Impact Investing Portfolio*. New-York : Impact Assets. Récupéré de https://thegiin.org/assets/binary-data/RESOURCE/download_file/000/000/53-1.pdf

Eurosif. (2008). *High Net Worth Individuals & Sustainable Investment*. Paris : Eurosif. Récupéré de <https://www.financite.be/sites/default/files/references/files/140.pdf>

Eurosif. (2014). *European SRI study*. Bruxelles : Eurosif. Récupéré de <http://www.eurosif.org/publication/european-sri-study-2014/>

GABV. (2012). *Strong, Straightforward and Sustainable Banking. A Report on Financial Capital and Impact Metrics of Values Based Banking*. Etats-Unis : GABV. Récupéré de <http://www.gabv.org/wp-content/uploads/Full-Report-GABV-v9d.pdf>

- GIIN. (2016). *Achieving the Sustainable Development Goals : The Role of Impact Investing*. New-York : GIIN. Récupéré de <https://thegiin.org/research/publication/sdgs-impinv>
- GIIN. (2017). *Annual Impact Investor Survey*. New-York : GIIN. Récupéré de https://thegiin.org/assets/GIIN_AnnualImpactInvestorSurvey_2017_Web_Final.pdf
- GIIN. (2018). *Annual Impact Investor Survey*. New-York : GIIN. Récupéré de https://thegiin.org/assets/2018_GIIN_Annual_Impact_Investor_Survey_webfile.pdf
- GIIN. (2018). *Roadmap for the future of Impact Investing : Reshaping Financial Markets*. New-York : GIIN. Récupéré de <https://thegiin.org/research/publication/giin-roadmap>
- Harji, K. et Jackson, E. T. (2012). *Accelerating Impact: Achievements, Challenges and What's Next in Building the Impact Investing Industry*. New York : The Rockefeller Foundation. Récupéré de <https://assets.rockefellerfoundation.org/app/uploads/20120707215852/Accelerating-Impact-Full-Summary.pdf>
- Hyde, P., Jain, A. et Lyman, S. (2013). *How banks can profitably serve the rising mass affluent*. Strategy& Pwc. Récupéré de https://www.strategyand.pwc.com/media/file/Strategy_and_Wealthy-Young-and-Ambitious.pdf
- Johnson, K. et Lee, H. (2013). *Impact Investing: A Framework for Decision Making*. Etats-Unis : Cambridge Associates LLC. Récupéré de <https://thegiin.org/assets/documents/pub/impact-investing-a-framework-for-decision-making.pdf>
- Mernier, A. et Xhaufclair, V. (2017). *Les fondations en Belgique*. Liège: HEC Liège. Récupéré de <http://labos.ulg.ac.be/philanthropie/wp-content/uploads/sites/3/2017/02/Fondations-en-Belgique.pdf>
- Morgan Stanley. (2017). *Sustainable Signals : New Data from the Individual Investor*. Institute for Sustainable Investing. Récupéré de https://www.morganstanley.com/pub/content/dam/msdotcom/ideas/sustainable-signals/pdf/Sustainable_Signals_Whitepaper.pdf
- Mudaliar, A. et Bass, R. (2017). *Evidence on the Financial Performance of Impact Investments*. Global Impact Investing Network. Récupéré de https://thegiin.org/assets/2017_GIIN_FinancialPerformanceImpactInvestments_Web.pdf
- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C. et Saltuk, Y. (2010). *Impact Investments : An emerging asset class*. Etats-Unis : J.P. Morgan. Récupéré de <https://thegiin.org/assets/documents/Impact%20Investments%20an%20Emerging%20Asset%20Class2.pdf>
- Savoy, P., Carter, P. et Lemma, A. (2016). *Development Finance Institutions Come of Age*. Washington : Center for Strategic and International Studies (CSIS). Récupéré de https://csis-prod.s3.amazonaws.com/s3fs-public/publication/161005_Savoy_DFI_Web.pdf
- Shorrocks, A., Davies, J. et Lluberas, R. (2017). *Global Wealth Report 2017*. Zurich : Crédit Suisse AG. Récupéré de <http://publications.credit-suisse.com/tasks/render/file/index.cfm?fileid=12DFFD63-07D1-EC63-A3D5F67356880EF3>
- The Canadian Race Relations Foundation. (2015). *Report on Canadian Values*. Toronto : The Canadian Race Relations Foundation. Récupéré de http://www.crrf-fcrr.ca/images/Our_Canada/Report_on_Canadian_Values_Bilingual-wCOVER.pdf
- Union of Concerned Scientists. (1992). *World's Scientist Warning to Humanity*. Cambridge : Union of Concerned Scientists. Récupéré de <https://www.ucsusa.org/sites/default/files/attach/2017/11/World%20Scientists%27%20Warning%20to%20Humanity%201992.pdf>

- Vaccaro, J. (2014). *Impact investing for everyone: A blueprint for retail impact investing*. Pays-Bas : Triodos Bank. Récupéré de <http://gsgii.org/reports/impact-investing-for-everyone-a-blueprint-for-retail-impact-investing/>
- Vandermaas-Peeler, A., Cox, D., Fisch-Friedman M. et Jones, R.P. (2017). *One Nation, Divided, Under Trump: Findings from the 2017 American Values Survey*. Etats-Unis : PRRI. Récupéré de <https://www.prrri.org/research/american-values-survey-2017/>
- Vlasova, O. (2014). *2020 Foresight: Banking the Mass Affluent*. London : Wealth Insight. Récupéré de <http://www.marketresearchstore.com/report/2020-foresight-banking-the-mass-affluent-23063>
- Wang, R. F. (2016). *Impact Investing for Institutional Investors*. Etats-Unis : New America. Récupéré de <https://na-production.s3.amazonaws.com/documents/Impact-Investing-for-Institutional-Investors.pdf>
- World Economic Forum. (2013). *From the Margins, to the Mainstreams*. Genève : World Economic Forum. Récupéré de http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf

❖ Documents internes

- Champagne, C. (2018, avril). *Pourquoi l'impact investing ?*. [Wealth Review]. Bruxelles : Degroof-Petercam.
- Crédit Agricole Corporate and Investment Bank. (2018, janvier). *Green Bond Market Update*. [Présentation]. Bruxelles : Crédit Agricole Corporate and Investment Bank.

❖ Sites et pages web

- Amundi. (2018). *IFC and Amundi successfully close world's largest green bond fund*. Récupéré le 4 mai 2018 de <https://www.amundi.lu/professional/Local-Content/News/IFC-and-Amundi-successfully-close-world-s-largest-green-bond-fund>
- Bill & Melinda Gates Foundation. (2018). *What We Do*. Récupéré le 13 mars 2018 de <https://www.gatesfoundation.org/What-We-Do>
- B Lab. (2018). *B Analytics*. Récupéré le 14 février 2018 de <http://www.b-analytics.net>
- B Lab. (2018). *B Corporations*. Récupéré le 14 février 2018 de <https://www.bcorporation.net>
- B Lab. (2018). *B Impact Assessment*. Récupéré le 14 février 2018 de <https://bimpactassessment.net>
- B Lab. (2018). *B the Change*. Récupéré le 14 février 2018 de <https://bthechange.com>
- BIO. (2010). *Home*. Récupéré le 23 mars 2018 de <http://www.bio-invest.be>
- Capgemini. (2017). *Global HNW Net Worth Population and Wealth Expanded Around the Globe*. Récupéré le 12 mars 2018 de <https://www.worldwealthreport.com/Global-HNW-Net-Worth-Population-and-Wealth-Expanded-Around-the-Globe>
- Capgemini. (2017). *Regional view – Belgium*. Récupéré le 23 mars 2018 de <https://www.worldwealthreport.com/reports/population/europe/belgium>
- Capgemini. (2017). *Regional view – North America*. Récupéré le 12 mars 2018 de https://www.worldwealthreport.com/reports/population/north_america
- Crédal. (s.d.). *Crédal, l'argent solidaire*. Récupéré le 6 mai 2018 de <http://www.credal.be>
- EDFI. (2018). *Home*. Récupéré le 2 mai 2018 de <https://www.edfi.eu>

European Investment Bank. (2018). *Home*. Récupéré le 2 mai 2018 de <http://www.eib.org/index.htm>

GIIN. (2018). *Impact Investing*. Récupéré le 18 septembre 2017 de <https://thegiin.org/impact-investing/>

GIIN. (2018). *IRIS*. Récupéré le 14 février 2018 de <https://iris.thegiin.org>

La Hulpe. (2018). *Fondation Folon*. Récupéré le 23 mars 2018 de <http://www.lahulpe.be/fondation-folon.html>

Moore, M. (2017). *Capgemini World Wealth Report 2017 : High Net Worth Individual population and wealth hits new all-time high*. Récupéré le 12 mars 2018 de <https://www.capgemini.com/be-en/news/capgemini-world-wealth-report-2017-high-net-worth-individual-population-and-wealth-hits-new-all-time-high/>

Triodos IM. (s.d.). *Triodos Sustainable Pioneer Fund*. Récupéré le 11 juin 2108 de <https://www.triodos-im.com/funds/triodos-sustainable-pioneer-fund/LU0278272843>

UNDP. (2017). *Impact Investment*. Récupéré le 29 mars 2018 de <http://www.undp.org/content/sdfinance/en/home/solutions/impact-investment.html>

United Nations. (s.d.). *Sustainable Development Goals*. Récupéré le 4 avril 2018 de <http://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>

❖ Sources orales

Englebert de Tornaco, A. (2018, 2 mai). *Senior Country Officer de CA CIB*. [Entretien]. Bruxelles.

Englebert de Tornaco, A. (2018, 3 mai). *Senior Institutional Officer de KBC Brussels*. [Entretien]. Bruxelles.

Englebert de Tornaco, A. (2018, 14 mai). *Directeur Adjoint de Centre de Banque Privée de KBC Brussels*. [Entretien]. Bruxelles.

Englebert de Tornaco, A. (2018, 30 mai). *Group Impact Investing Coordinator*. [Entretien téléphonique]. Bruxelles.