

LES PERSPECTIVES ET OBSTACLES AU DÉVELOPPEMENT DU MARCHÉ DE L'*IMPACT INVESTING* EN BELGIQUE

Jury :
Promoteur :
Virginie XHAUFLAIR
Lecteurs :
Pierre GUSTIN
Bernard SURLEMONT

Mémoire présenté par
Maureen LEWIS
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion
à finalité spécialisée en
Analyse financière et Audit
Année académique 2015/2016

Remerciements

Ce mémoire n'aurait pu être rédigé sans les conseils avisés de Madame Virginie Xhauflair, qui m'a guidée tout au long de sa réalisation. Je tiens à lui exprimer toute ma reconnaissance et à la remercier pour sa disponibilité et sa patience.

Mes remerciements s'adressent également à Monsieur Bernard Surlemont et Monsieur Pierre Gustin pour le temps qu'ils ont consacré à la lecture de ce mémoire.

Il me paraît également indispensable de remercier les différents experts interrogés d'avoir accepté de participer à mes interviews et d'avoir contribué à l'élaboration de ce travail de fin d'études.

Ma reconnaissance la plus vive revient à mes proches et mes amis, qui m'ont soutenue et encouragée tout au long de mes études s'achevant par la rédaction de ce travail.

Table des matières

Introduction	1
Partie I. Analyse théorique de l'<i>impact investing</i>	5
Chapitre 1 : Contexte et définition	5
1.1 Origine.....	5
1.2 Caractéristiques principales.....	6
1.2.1 Buts poursuivis	6
1.2.2 Catégories d'investissement	8
1.2.3 Évaluation de l'impact	10
1.3 Conclusion du chapitre.....	12
Chapitre 2 : Positionnement dans l'univers de l'investissement social	13
2.1 Investissement socialement responsable	13
2.2 Venture philanthropy.....	14
2.3 La place de l' <i>impact investing</i> dans le spectre social.....	16
Chapitre 3 : L'écosystème de l'<i>impact investing</i>	17
3.1 Investisseurs	17
3.1.1 Investisseurs individuels	18
3.1.2 Investisseurs institutionnels.....	18
3.2 Intermédiaires.....	20
3.2.1 Intermédiaires de financement	20
3.2.2 Intermédiaires d'échange et de support.....	21
3.3 Entreprises ciblées.....	21
3.4 Cadre réglementaire	22
3.5 Processus d'investissement	23
Chapitre 4. Perspectives et obstacles au développement du marché.....	27
4.1 Perspectives de développement.....	27
4.2 Réglementation inadéquate	28
4.3 Standardisation des moyens de mesure de l'impact.....	29
4.4 Manque d'antécédents fructueux	31
4.5 Manque de liquidité.....	32
4.6 Insuffisance d'intermédiaires liant l'offre et la demande.....	33
4.7 Confusion autour de la terminologie	34
4.8 Conclusion du chapitre.....	35

Partie II. Analyse empirique de l'impact investing	37
Chapitre 5 : Méthodologie de la recherche	37
5.1 Sélection de l'échantillon	37
5.2 Collecte des données	40
5.3 Analyse des données collectées.....	40
Chapitre 6 : État des lieux en Belgique	41
6.1 Cadre réglementaire des entreprises sociales	41
6.2 Investisseurs	42
6.3 Initiatives de soutien public.....	43
6.4 Intermédiaires.....	44
Chapitre 7 : Présentation des résultats.....	45
7.1 Réglementation inadéquate	45
7.1.1 L'intervention des législateurs	45
7.1.2 Les formes légales des entreprises sociales.....	46
7.1.3 L'engagement des fondations.....	47
7.1.4 L'engagement des investisseurs particuliers	48
7.2 Débats autour de la mesure de l'impact	49
7.3 Manque d'antécédents fructueux	50
7.4 Manque de liquidité.....	51
7.4.1 Marché secondaire.....	51
7.4.2 Risque de <i>mission drift</i>	53
7.5 Insuffisance d'intermédiaires liant l'offre et la demande.....	53
7.5.1 Le réseau bancaire	53
7.5.2 La promotion de l' <i>impact investing</i>	54
7.5.3 La combinaison de différentes sources de capital	54
7.6 Confusion autour de la terminologie	55
7.7 Problème culturel	56
7.7.1 Le rôle de l'État.....	56
7.7.2 La mentalité des entrepreneurs sociaux.....	56
Chapitre 8 : Discussion	59
Conclusion.....	63
Liste de référence	67
Table des matières des annexes.....	73

Liste des abréviations

ESG	Environnemental, social et de gouvernance
EuSEF	European Social Entrepreneurship Fund
FRB	Fondation Roi Baudouin
GIIN	Global Impact Investing Network
GIIRS	Global Impact Investing Rating System
HNWI	High Net Worth Individual
II	Impact investing
IRIS	Impact Reporting and Investment Standards
ISR	Investissement socialement responsable
MRI	Mission-related investments
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
PRI	Program-related investments
SIB	Social Impact Bond
SIITF	Social Impact Investment Taskforce
SROI	Social Return on Investment
VP	Venture Philanthropy

Liste des figures

Figure 1 : Les différentes catégories d'investissement.....	9
Figure 2 : Les étapes de l' <i>Impact value chain</i>	11
Figure 3 : Le spectre social.....	16
Figure 4 : L'écosystème de l' <i>impact investing</i>	17
Figure 5 : Cibles en termes de géographie, secteur et stade de développement.....	22
Figure 6 : Le processus d'investissement.....	24
Figure 7 : L'état des lieux de l'écosystème en Belgique.....	41
Figure 8 : Les principales caractéristiques des formes juridiques des entreprises sociales.....	42

Introduction

L'*impact investing* est une forme d'investissement social qui permet d'associer performance financière et incidence sociale. Non seulement différente de l'investissement traditionnel et de la philanthropie, elle se différencie également de l'investissement socialement responsable, car elle se veut proactive et va au-delà dans la recherche de l'impact social. Ce type d'investissement modifie notre façon d'adresser les problèmes sociaux et tend à stimuler l'innovation sociale grâce à la démarche entrepreneuriale.

Deux tendances expliquent l'apparition de ce concept dont le terme est né en 2007. D'une part, la démarche entrepreneuriale est de plus en plus présente dans le secteur social. Des sources de financement jusqu'alors inaccessibles pour les entreprises sociales commencent à le devenir. D'autre part, un changement progressif de comportement est observé chez certains philanthropes. Ceux-ci veulent mettre en avant l'efficacité des entreprises sociales et cherchent donc des solutions afin de soutenir durablement les entreprises sociales.

Depuis plusieurs années, l'*impact investing* suscite l'intérêt des pouvoirs publics. En effet, les autorités publiques ont pris conscience du potentiel que représente l'intervention des acteurs privés dans l'amélioration du bien-être public. Cette nouvelle forme d'investissement est d'autant plus intéressante à une époque où les gouvernements ont de moins en moins de finances publiques pour traiter les problèmes sociaux qui sont pourtant plus complexes et enracinés qu'auparavant.

Deux éléments récents confirment cette tendance. Tout d'abord, l'*impact investing* a été abordé pour la première fois lors d'un sommet du G8 en 2013, ce qui démontre sa position dans les objectifs prioritaires des grandes nations. Ensuite, l'émergence d'outils innovants tel que le *Social Impact Bond* illustre cette volonté de collaboration avec le secteur privé. Ces obligations à impact social permettent de financer des services d'intérêt général dont la responsabilité est traditionnellement confiée à l'État. Développées initialement au Royaume-Uni, elles ont rapidement atteint l'Europe continentale.

De l'avis général, ce marché serait promis à un bel avenir. Des évaluations de ce développement potentiel ont été mesurées, mais diffèrent d'une étude à l'autre. Le concept est en effet confronté à une absence de définition uniforme et se différencie des autres types d'investissement par des frontières relativement floues. Il apparaît nécessaire de mieux comprendre les contours de cette

notion en vue d'évaluer les perspectives de développement. C'est un des enjeux majeurs auxquels est confrontée cette industrie émergente.

À cela s'ajoutent d'autres obstacles qu'il est nécessaire de surmonter afin d'exploiter le plein potentiel de cette industrie. En effet, en plus de la récente croissance des actifs dirigés vers ce secteur et de l'attention grandissante dans le monde entier, engager des investisseurs particuliers et institutionnels sur le marché semble être la prochaine étape en vue d'augmenter l'importance et l'impact de l'*impact investing*. Ces investisseurs commencent progressivement à montrer de l'intérêt, mais hésitent à franchir le pas. Le marché est en cours de structuration et implique pour le moment majoritairement des investisseurs privés fortunés. Certains obstacles doivent être surmontés afin d'attirer ces nouvelles catégories d'investisseurs. La mesure de l'impact, la liquidité des produits, la présence d'antécédents, la réglementation entourant les entreprises sociales et la liaison entre l'offre et la demande sont les différents enjeux identifiés.

Le choix de notre problématique répond donc à deux constats. D'une part, bien que le concept de l'*impact investing* fasse progressivement l'objet d'études approfondies dans certains pays, la même affirmation ne peut pas être émise en Belgique. En effet, peu de recherches sur le sujet ont été menées malgré l'apparition du phénomène dans ce pays. D'autre part, l'ensemble des ouvrages consacrés à ce sujet soulignent la nécessité de relever de nombreux défis dans le but d'exploiter le potentiel du secteur.

Au terme de ce mémoire, nous aimerions être en mesure d'apporter au lecteur une meilleure compréhension de l'état des lieux de ce secteur en Belgique. En outre, nous tenterons de déterminer les perspectives de développement du marché belge, ainsi que les principaux obstacles susceptibles d'entraver les investissements dans ce domaine. Enfin, nous désirons proposer des pistes d'amélioration envisageables afin de surmonter ces difficultés.

Ce travail de recherche est divisé en deux parties distinctes. La première partie présentera l'industrie de l'*impact investing* dans son ensemble. Tout d'abord, un aperçu théorique du concept sera présenté afin d'en comprendre l'origine et les caractéristiques principales. Le chapitre suivant décrira les différentes formes d'investissement social et mettra en évidence la place de l'*impact investing* dans cet univers. Les différents acteurs intervenant dans cette industrie seront ensuite présentés. Cette première partie sera clôturée par l'identification des défis auxquels le marché global doit faire face, sur base d'une revue littéraire en vue d'élaborer une grille d'analyse utile pour la seconde partie de ce mémoire.

En second lieu, ce mémoire vise à établir une vue d'ensemble de la situation actuelle en Belgique à l'aide d'entretiens menés sur le terrain. Après l'explication de la méthodologie adoptée pour réaliser cette partie pratique, un portrait global de l'écosystème dans ce pays sera présenté. La section suivante synthétisera ensuite les résultats obtenus. Les informations recueillies dans la littérature concernant les obstacles au développement du marché seront par la suite confrontées avec l'avis des différents intervenants actifs sur le marché belge de l'*impact investing*.

Enfin, la conclusion résumera les observations issues des entretiens réalisés et permettra d'établir l'état des lieux de cette industrie émergente en Belgique. Différentes recommandations seront présentées à destination des acteurs engagés en vue de stimuler le développement de cette forme émergente d'investissement dans le pays.

Partie I. Analyse théorique de l'*impact investing*

La première partie de ce travail de fin d'études consiste en quatre chapitres qui présentent respectivement le concept de l'*impact investing*, sa position dans l'univers de l'investissement social, les acteurs qui interviennent au sein de cet écosystème et les perspectives et obstacles au développement de cette industrie émergente.

Chapitre 1 : Contexte et définition

Le premier chapitre traite de la récente émergence de l'*impact investing* et de ses principales caractéristiques afin de permettre au lecteur de mieux appréhender le concept.

1.1 Origine

L'appellation *impact investing* apparaît véritablement en 2007 lors d'une réunion organisée par la fondation Rockefeller. Afin de créer un environnement propice au développement de l'*impact investing*, les dirigeants des domaines de la finance, de la philanthropie et de l'entrepreneuriat se réunirent en Italie au centre Bellagio et se mirent d'accord sur cette appellation. En 2008, un second rassemblement eut lieu au cours duquel fut établi un projet en vue de développer ce marché. Bien que ce terme soit relativement nouveau, le concept qui consiste à utiliser un investissement afin de produire un impact social est quant à lui ancré dans notre société depuis quelques années (Clark, Emerson, & Thorley, 2015).

Les différentes formes d'investissement social ont notamment émergé suite à l'incapacité des gouvernements, organismes de bienfaisance et philanthropes de faire face, à eux seuls, aux défis sociaux et environnementaux tels qu'ils existent au XXI^e siècle (Brandstetter & Lehner, 2015). Selon Bugg-Levine et Emerson (2011), l'*impact investing* repose sur des courants de pensée qui prônent le *blended value* ou *triple bottom line*. Ces concepts bouleversent la dichotomie traditionnelle entre les activités lucratives et caritatives. Les premières visant un retour financier uniquement et les secondes entraînant les personnes soucieuses de problèmes sociétaux à faire des donations ou attendre l'intervention du gouvernement. L'avis de ces deux auteurs est rejoint par Brandstetter et Lehner (2015), qui avancent que les entreprises sociales sont plus à même de réaliser pleinement leur potentiel en termes de développement, efficacité et innovation, en combinant les logiques sociales et commerciales, jadis incompatibles.

Malgré l'émergence de ce type d'investissement et l'intérêt généré auprès de nombreux acteurs, la majorité des auteurs des ouvrages scientifiques consacrés à ce sujet déplorent l'absence d'une

définition uniforme (Höchstädter & Scheck, 2014b). En effet, les frontières délimitant ce phénomène sont floues et font l'objet de débats entre les groupes d'investisseurs et à travers les différentes régions du monde. Dans la suite de ce mémoire, nous nous attarderons sur les formes d'investissement social s'apparentant à l'*impact investing*.

En vue d'établir une première approche de l'investissement d'impact, nous retiendrons tout d'abord la définition reprise par le Global Impact Investing Network (GIIN) (2016) : « investissement réalisé dans des sociétés, des organisations et des fonds dans l'intention de générer un impact social et environnemental mesurable tout en générant un rendement financier ».

1.2 Caractéristiques principales

Dans cette partie, nous allons mettre en évidence les différentes caractéristiques qu'il est important de mentionner lorsque l'on tente de définir l'*impact investing*. Comme nous l'avons précisé précédemment, nous avons découvert plusieurs définitions au cours de notre revue littéraire, ce qui laisse entrevoir l'existence d'interprétations diverses de ce concept. Nous tenterons ci-dessous de mettre en parallèle ces divergences.

1.2.1 Buts poursuivis

La combinaison des objectifs philanthropiques et d'une prise de décision financière traditionnelle constitue un élément important dans la compréhension du concept de l'*impact investing*.

D'une part, l'impact social ou environnemental positif doit représenter un résultat crucial dans l'existence de l'entreprise. En d'autres termes, cet impact ne doit pas être généré de manière indirecte par l'activité commerciale de l'entreprise ni simplement accompagner son objet principal (Höchstädter & Scheck, 2014b). Brandstetter et Lehner (2014) soulignent cette nécessité pour l'investisseur d'intégrer une réelle intention de produire un impact social dans son processus de prise de décision afin d'être considéré comme un investisseur à impact. En effet, l'investissement recherchant en priorité un résultat financier qui, de manière non intentionnelle ou accidentelle, engendrerait une plus-value sociale n'est pas un investissement à impact.

Selon Eurosif (2014), les domaines couverts par l'*impact investing* sont nombreux et peuvent être classés selon deux catégories :

- L'intégration sociale vise à étendre l'accès à des services abordables tels que le logement, les soins de santé, le financement, et l'enseignement pour les populations à faible revenu. La microfinance, qui consiste en des services financiers conçus pour servir les populations privées des services bancaires classiques, se situe dans cette catégorie.
- Le développement durable au niveau des modes de production et de l'accès à l'énergie renouvelable, la nourriture, l'eau ... Cette catégorie concerne plus particulièrement les marchés en voie de développement.

D'autre part, les investisseurs ne négligent pas l'aspect financier. Néanmoins, divers avis sur la rentabilité attendue sont avancés dans les différents ouvrages parcourus. Charlton, Donald, Ormiston et Seymour (2015) rapportent que les attentes de ce type d'investisseur varient du remboursement du principal au taux d'intérêt du marché. Ces variations reflètent l'aversion au risque et les motivations d'entrer sur le marché des investisseurs. Selon Höchstädter et Scheck (2014b), il est communément admis par l'ensemble des professionnels que le remboursement du capital investi est une exigence minimale. En revanche, ces auteurs ne constatent, de manière générale, aucune limitation quant au taux de rendement financier attendu. Celui-ci peut être d'un montant inférieur, égal ou supérieur au taux du marché.

Étant donné que les exigences des investisseurs concernant le risque ainsi que les rendements financier et social varient en fonction de leurs intentions (Charlton & al., 2015), une classification des investissements d'impact a été créée lors d'une recherche menée par le Monitor Institute (Freireich & Fulton, 2009). Les deux catégories sont les suivantes :

- *Impact-first* : ces investisseurs désirent maximiser leur impact tout en exigeant un rendement financier minimum. Cette catégorie regroupe généralement des acteurs désireux de diversifier leur approche du progrès social en explorant les possibilités que leur offrent des instruments de marché traditionnels. Selon Glänzel et Scheuerle (2015), ce type d'investisseur est prêt à renoncer à une partie du rendement qu'un niveau de risque donné devrait produire et à accepter, dès lors, de réaliser certaines concessions.
- *Finance-first* : Ces investisseurs désirent maximiser leurs revenus financiers tout en requérant un niveau minimum d'impact social et environnemental. Charlton et ses collaborateurs (2015) illustrent cette seconde catégorie en citant les banques, fonds de pension, fonds souverains et institutions de financement du développement. En

effet, les investisseurs institutionnels ont des obligations fiduciaires¹ à respecter qui ne leur permettent pas de faire des concessions quant au rapport entre le risque et le rendement.

Par ailleurs, il n'est pas rare d'observer des stratégies d'investissement qui combinent les deux approches. Cette possibilité a notamment été abordée dans le rapport du Monitor Institute qui lui attribue le nom de *yin-yang deals*, représentant des arrangements qui « associent les capitaux provenant d'investisseurs *impact-first* et *finance-first* et qui comprennent, dans certains cas, également de la philanthropie » (Freireich & Fulton, 2009, p.32). C'est le cas de certaines fondations et institutions caritatives qui pratiquent des investissements à impact à travers les *program-related investments* et *mission-related investments*² (Charlton & al., 2015).

Nous analyserons plus en profondeur les différents acteurs évoqués ci-dessus dans la partie qui vise à décrire l'écosystème de l'*impact investing*.

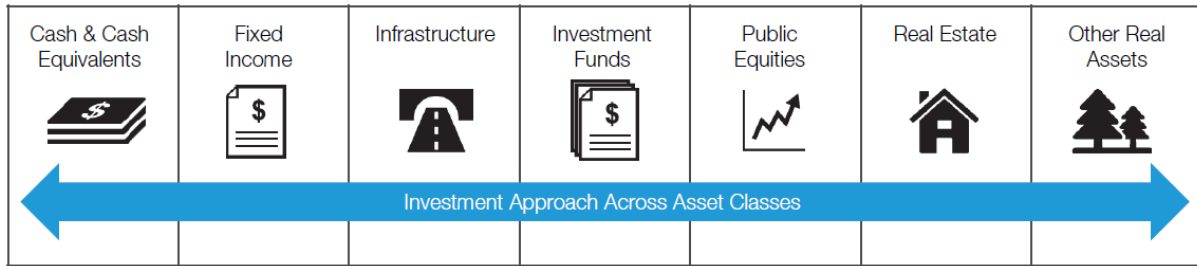
1.2.2 Catégories d'investissement

La majorité des professionnels ayant consacré un ouvrage sur le sujet s'accordent à dire que la stratégie de l'*impact investing* consiste en un critère permettant de faire un choix entre plusieurs options d'investissements à travers différentes catégories d'actifs. Celles-ci comprennent les obligations, les actions privées, les fonds d'investissement et d'autres formes reprises dans la figure ci-dessous (Emerging Markets Private Equity Association [EMPEA], 2015 ; Höchstädter & Scheck, 2014b). Ces auteurs avancent que ce type d'investissement ne constitue pas une catégorie d'actifs en tant que telle, mais plutôt une approche d'investissement.

¹ Obligation fiduciaire est une « obligation qu'un individu ou organisme a envers quelqu'un de détenir et d'administrer des biens en vue de les remettre ultérieurement à un tiers, appelé bénéficiaire » (Thésaurus de l'activité gouvernementale, 2016).

² *Mission-related investments* sont définis par l'OCDE (2015) comme étant des « investissements aux taux du marché, provenant de leur fonds de dotation, qui correspondent à la mission environnementale ou sociale de la fondation » (p.27) alors que les *Program-related investments* sont des « investissements qui rapportent généralement des rendements inférieurs aux taux du marché et qui sont pris en compte dans leur obligation de distribution aux fins de bienfaisance » (p.27).

Figure 1: Les différentes catégories d'investissement



Source: reproduit depuis "From the margins to the mainstream, assessment of the impact investment sector and opportunities to engage mainstream investors", Drexler & Noble, 2013, p.19.

Il existe cependant un second courant de pensée à ce sujet. Selon une étude menée par J.P. Morgan, l'*impact investing* constituerait une catégorie d'actif émergente distincte. Ils considèrent en effet qu'une catégorie d'actif n'est pas définie uniquement par la nature des actifs sous-jacents, mais plutôt par la manière dont l'industrie s'organise autour d'eux, et l'*impact investing* posséderait les caractéristiques amenant à cette différenciation (O'Donohoe, Leijonhufvud, Saltuk, Bugg-Levine, & Brandenburg, 2010).

Afin d'envisager les différentes possibilités d'investissement qui s'offrent aux investisseurs d'impact, nous allons décrire ci-dessous quelques formes particulières d'*impact investment* se distinguant des formes traditionnelles d'actifs, et que nous sommes susceptibles de retrouver dans la suite de ce mémoire:

- *Social Impact Bond* (SIB) ou obligation à impact social : cette innovation en finance sociale met en place un partenariat entre le gouvernement et un intermédiaire du secteur privé en vue de fournir des services sociaux qui visent à résoudre une problématique sociétale que les pouvoirs publics ne parviennent pas à régler. Le gouvernement rémunère l'intermédiaire en fonction du degré de réalisation des objectifs établis, ce qui implique une évaluation rigoureuse des résultats obtenus, comparant les individus ciblés par les services et un groupe similaire d'individus à l'aide d'un évaluateur indépendant. Le paiement du gouvernement n'est donc effectif que si la performance est atteinte, avec une possibilité de marge importante en cas de dépassement. Il représente, du moins en partie, les économies réalisées par le gouvernement grâce à l'amélioration des résultats. L'intermédiaire finance son activité en levant des fonds auprès d'investisseurs, qui seront rémunérés aux moyens d'une partie des paiements reçus par le gouvernement en cas de réussite. Cependant,

ceux-ci risquent de perdre l'entièreté de la somme investie dans le cas inverse (Azemati, Belinsky, Gillette, Liebman, Sellman, & Wyse, 2013).

- *Crowdfunding* : ce mode de financement participatif s'opère via une plateforme en ligne et des paiements électroniques. Il est assimilé à une démocratisation du capital, car il élargit considérablement les investisseurs potentiellement accessibles. En effet, un ensemble d'individus unissent leurs ressources afin de soutenir un projet. Selon Gajda et Mason (2013), le *crowdfunding* représente également de l'*impact investing* lorsqu'il est sous la forme de capital et dette. Il en existe au total quatre modèles : capital, dette, récompense et donation.

1.2.3 Évaluation de l'impact

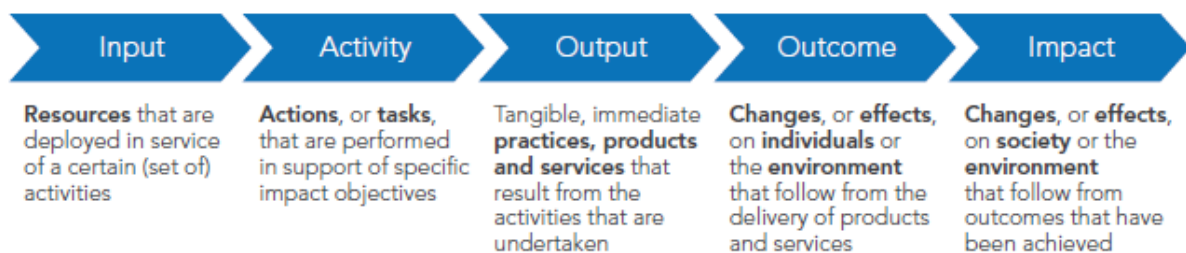
Une caractéristique supplémentaire de l'*impact investing* est l'engagement des investisseurs à mesurer l'impact non financier généré. L'évaluation peut s'effectuer de manière qualitative, quantitative ou par la monétarisation des résultats (Organisation de Coopération et de Développement économiques [OCDE], 2015). Il est nécessaire de mesurer l'impact afin de procurer à toutes les parties prenantes un moyen de comprendre la valeur engendrée par l'activité des entreprises bénéficiaires des investissements.

De nombreux auteurs mettent en évidence les difficultés rencontrées lors de l'élaboration d'un processus d'évaluation. Un groupe de travail, l'Impact Measurement Working Group (IMWG), a d'ailleurs été créé par le Social Impact Investment Taskforce³ afin se concentrer sur cette problématique (SIITF, 2014b). Dans son rapport, le IMWG, composé de vingt-quatre professionnels, identifie quatre phases principales dans le processus d'évaluation de l'impact. Premièrement, la planification nécessite un accord sur les objectifs à atteindre et une sélection des indicateurs à mesurer. Ensuite, il s'agit de collecter et valider les données puis de les analyser en vue de se rendre compte des progrès de l'investissement par rapport aux objectifs fixés. La dernière étape consiste à partager ces informations avec les parties prenantes et réviser le processus d'évaluation afin de l'améliorer. D'après l'OCDE (2015), un processus d'évaluation respectant ces formalités est nécessaire pour qu'un investissement soit considéré comme *impact investment*.

³ Ci-après SIITF. Le Social Impact Investment Taskforce est un groupe de travail qui a été lancé en 2013, suite à une annonce du Premier ministre David Cameron lors de la présidence des Royaume-Unis au G8, dans le but de catalyser le développement du marché de l'II (Social Impact Investing Taskforce [SIITF], 2014a)

Afin de mettre en place la mesure de l'impact, il est nécessaire de définir l'impact d'une organisation, ce qui dépendra des objectifs et défis sociétaux qu'elle souhaite relever. L'*impact value chain*, telle que détaillée dans la figure ci-dessous, ou chaîne de valeur d'impact est un point de départ généralement utilisé pour la mesure d'impact. Ce cadre conceptuel opère une distinction entre les inputs, les activités qui utilisent ces inputs, les outputs qui résultent de ces activités et qui influencent les résultats, et finalement l'impact global résultant (Reeder, Colantonio, Loder, & Jones, 2015).

Figure 2: Les étapes de l'Impact value chain



Source: reproduit depuis "Measuring impact: Subject paper of the Impact Measurement Working Group", Social Impact Investing Taskforce (SIITF), 2014, p.17.

Selon Reeder et ses collaborateurs (2015), il existe diverses pratiques quant à la manière d'aborder l'évaluation des résultats. Certains praticiens adoptent une approche dite « au cas par cas » en s'engageant dans des discussions approfondies avec les parties prenantes afin d'établir des indicateurs précis pour chaque situation. En revanche, d'autres préconisent l'utilisation d'indicateurs plus standardisés, ce qui vise à favoriser le développement de l'*impact investing*. Néanmoins, cette seconde approche est limitée en pratique, car il n'existe pas encore d'outils standardisés dans chaque secteur. Différents organismes ont été créés dans le but de favoriser la mise en place de normes communes permettant de mesurer cet impact et de comparer les performances des entreprises (Charlton & al., 2015) :

- Impact Reporting and Investment Standards (IRIS) sont des critères standardisés et définitions développés par le GIIN et utilisés afin de décrire les performances sociales et environnementales des entreprises ;
- Global Impact Investing Rating System (GIIRS) a développé un système de notation pour les fonds et entreprises afin d'évaluer et de comparer les performances environnementales et sociales des entreprises ;
- ImpactBase est une base de données interrogeable en ligne de plus de 250 fonds d'*impact investing* ;

- ImpactAssets 50 est une publication annuelle de gestionnaires expérimentés de fonds d'*impact investing* ;
- Social Return on Investment (SROI) est une méthode de monétarisation de la valeur économique de l'impact social (Clark, Emerson, & Thorley, 2015).

1.3 Conclusion du chapitre

Ce chapitre a permis de distinguer les éléments clés qui caractérisent l'*impact investing*. Tout d'abord, ce type d'investissement requiert de l'intentionnalité c'est-à-dire un engagement actif dans la recherche de l'impact social. Ensuite, il y a une responsabilité envers les investisseurs, qui se traduit par l'évaluation et le compte rendu des résultats en termes d'impact. Enfin, l'investisseur s'attend à obtenir un rendement financier, qui s'étend du remboursement du capital à un rendement similaire à celui du marché, et il a le choix entre plusieurs gammes d'actifs. Ces caractéristiques nous permettent de mieux comprendre cette forme émergente d'investissement et nous allons, dans le chapitre suivant, tenter de préciser son positionnement par rapport aux autres formes d'investissement social.

Chapitre 2 : Positionnement dans l'univers de l'investissement social

Afin de pouvoir analyser ce type d'investissement, il semble opportun de distinguer les différents modèles et formes d'investissement ayant une incidence positive sur la société ou l'environnement. De nombreuses appellations existent et forment le spectre social. L'*impact investing* se trouve au centre de ce spectre entouré d'un côté par l'investissement socialement responsable (ISR) et de l'autre par la *venture philanthropy* (VP). Comme le soulignent Höchstädter et Scheck (2014b), cette séparation est relativement floue. Il existe néanmoins des caractéristiques permettant de les différencier. Dans cette partie, nous allons tenter de mettre en évidence ces éléments.

2.1 Investissement socialement responsable

L'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). Ce type d'investissement est largement répandu, en particulier depuis l'essor de la responsabilité sociétale des entreprises (Revelli, 2013). Les investisseurs socialement responsables prennent en considération dans leur processus de prise de décision, des critères établis afin d'évaluer la performance extra financière des entreprises selon plusieurs facteurs : environnemental, social et de gouvernance (ESG).

Revelli (2013) avance également que l'ISR peut se pratiquer selon différentes approches. En effet, certains investisseurs procèdent à un filtrage ou *screening* négatif des investissements excluant des placements dans certains secteurs d'activité jugés immoraux (p. ex. armement) ou utilisant des pratiques jugées immorales (p. ex. blanchiment d'argent). Dans la deuxième approche, consistant en un filtrage positif, également appelée *best-in-class*, le portefeuille d'investissements est composé des sociétés ayant obtenu les meilleures notations dans chaque domaine. Enfin, l'activisme actionnarial est une approche supplémentaire, moins normative que les deux précédentes, décrite par Brandenburg et Rodin (2014). Cette troisième forme d'ISR consiste à utiliser le pouvoir conféré par la détention de participations dans le capital d'une société afin d'en influencer le comportement dans le domaine ESG.

Höchstädter et Scheck (2014b) nous permettent d'établir une première distinction avec l'*impact investing* en ce sens qu'il se veut plus proactif et va au-delà de l'ISR dans la recherche de l'impact social. À l'inverse d'une stratégie d'ISR, qui viserait à ne pas investir dans des compagnies productrices d'armes afin de réduire la violence armée, la stratégie d'un

investisseur d'impact serait d'investir dans une entreprise qui lutte activement contre ce problème (Brandenburg & Rodin, 2014). De plus, la nature et l'ampleur des investissements ciblés sont différentes ; les entreprises concernées par l'ISR sont cotées en bourse (Höchstädter & Scheck, 2014b). Enfin, Revelli (2013) démontre que les investisseurs poursuivant une stratégie ISR ne négligent en aucun cas les contraintes financières ; ceux-ci attendent un rendement financier comparable à celui d'un investissement traditionnel.

Néanmoins, dans les résultats d'une étude conduite par Eurosif (2014), l'*impact investing* est considéré comme une des façons de mettre en place des stratégies ISR, bien que comportant de nombreuses caractéristiques distinctes des formes traditionnelles de l'ISR.

2.2 Venture philanthropy

Cette nouvelle forme de philanthropie vise à s'inspirer des outils et pratiques utilisés dans le capital-risque⁴ ou *venture capital* et de les adapter au domaine social dans le but de renforcer la capacité organisationnelle des entreprises bénéficiaires des fonds. En effet, les partisans de la VP estiment que rendre les entreprises sociales plus efficaces est primordial dans la lutte contre les problèmes sociaux. De manière similaire au fonctionnement du capital-risque, un soutien aux diverses activités de l'entreprise est donc apporté en plus de l'apport financier (Hehenberger & Mair, 2014). D'après Alemany et Scarlata (2012), les entreprises soutenues peuvent atteindre leurs objectifs de croissance, de durabilité et de valorisation grâce à cette aide sur les plans stratégique et managérial.

Selon Brandenburg et Rodin (2014), l'aide apportée peut aller de l'élaboration d'un *business plan* au développement d'un système permettant d'évaluer les progrès réalisés. Les entreprises ciblées par cette forme de philanthropie sont en phase de création, ou au début de leur développement, et bénéficient d'un fort potentiel de croissance. Cette nouvelle génération de philanthropes souhaite mettre à profit les ressources dont elle dispose en favorisant l'innovation et la prise de risque. À terme, leur but est d'identifier et de faire évoluer les approches les plus efficaces et durables et de les appliquer aux problèmes sociaux et environnementaux. Les auteurs mettent également en évidence les conditions de sortie négociées dans ce type d'engagement.

⁴ Le capital risque est « une prise de participation par un ou des investisseurs, généralement minoritaire, au capital de sociétés non cotées. L'objectif de l'investisseur est de participer financièrement au développement d'entreprises innovantes à fort potentiel de croissance et de réaliser une plus-value substantielle lors de la cession de ses titres ». (Agence France Entrepreneur, n.d.). Guilhon et Montchaud (2008) précisent que cet investissement a lieu durant les toutes premières phases de la vie d'une entreprise.

En effet, les investisseurs espèrent leur participation fructueuse à tel point que leur financement ne soit plus nécessaire dans le futur et que le modèle économique persiste après leur départ.

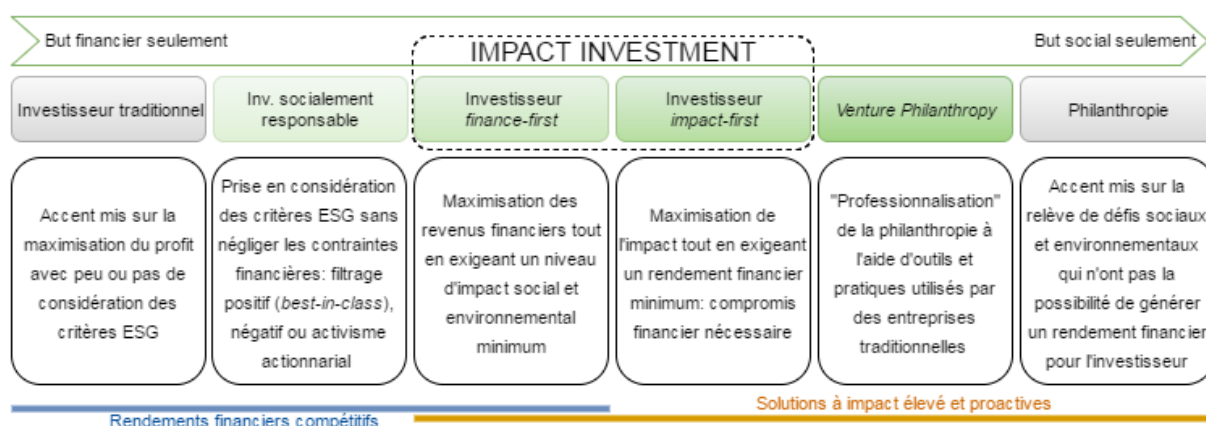
En conclusion, les pratiques utilisées par la VP diffèrent de la philanthropie traditionnelle. La VP est en quelque sorte la rationalisation de la philanthropie. Ce financement reste en revanche un octroi de subventions. Par conséquent, les fonds sont fournis sans pour autant qu'un rendement financier ne soit attendu en contrepartie, au contraire du modèle de l'*impact investing* (Brandenburg & Rodin, 2014). Cet aspect est néanmoins nuancé par Hehenberger et Mair (2014) qui envisagent la possibilité d'une performance financière dans certains cas minoritaires. Ils mettent l'accent sur le terme « réciprocité » qui est, d'après eux, nécessaire dans la relation entre l'investisseur et l'entreprise. Nous pouvons donc conclure que, avec la VP, le retour sur investissement est généralement désiré, mais pas systématique.

Plusieurs rapports mettent en évidence le rôle que la VP peut jouer pour l'*impact investing*. Étant donné que les investisseurs à impact sont contraints de se soucier du rendement financier, ils développent une certaine aversion au risque et se tournent plus facilement vers des entreprises ayant déjà fait leurs preuves au lieu d'investir dans des start-ups. La présence d'un investissement de type VP dans le début de la vie d'une entreprise sociale peut, en quelque sorte, préparer le terrain pour l'*impact investing* en diminuant le risque dans l'attente de solutions commercialement viables (OCDE, 2015).

2.3 La place de l'impact investing dans le spectre social

Nous sommes à présent en mesure de nous forger une opinion sur les différentes formes d'investissement social. Nous allons tenter d'établir notre propre composition du spectre de l'investissement social en fonction de notre compréhension des différents ouvrages consultés, car ce domaine ne bénéficie pas de séparation communément acceptée. Ce spectre social se trouve dans la figure ci-dessous. Certains investisseurs peuvent se considérer entre ou appartenant à plusieurs catégories.

Figure 3: Le spectre social



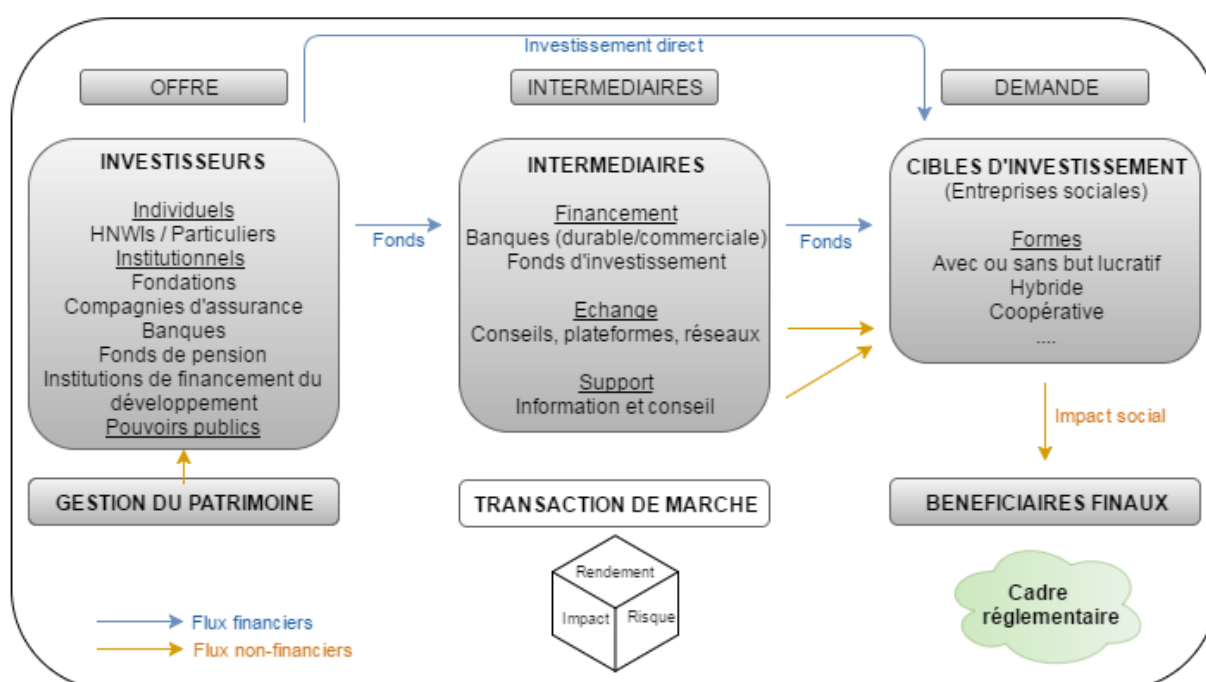
Source: adapté de "Impact investment portfolios: Including social risks and returns", Brandstetter & Lehner, 2014, p.13; "Social Impact Investment: Building the evidence based", OCDE, 2015, p.16

Chapitre 3 : L'écosystème de l'*impact investing*

Dans cette partie, nous tentons de séparer les différents acteurs en plusieurs catégories sur base de la structure de marché des formes traditionnelles d'investissement ainsi que des ouvrages consultés au sujet du marché de l'*impact investing*. Nous allons décrire les composantes principales de cet écosystème : la demande (tant les besoins sociaux que les entreprises sociales), l'offre, ainsi que les intermédiaires de financement (OCDE, 2015). Le cadre réglementaire et les infrastructures nécessaires pour développer le marché sont d'autres éléments qui complètent l'écosystème et jouent un rôle prépondérant. Il nous paraît utile de mentionner que certains acteurs peuvent faire partie de plusieurs catégories, car ils accomplissent plusieurs rôles au sein de cet écosystème.

La figure ci-dessous illustre ces différentes catégories sur base des différents ouvrages consultés.

Figure 4: L'écosystème de l'*impact investing*



Source: adapté de "From the margins to the mainstream, assessment of the impact investment sector and opportunities to engage mainstream investors", Drexler & Noble, 2013, p.12; "Mapping the social impact investing market in Germany: An overview of opportunities in the education space", Höchstädter & Scheck, 2014, p.12; "Impact investing: A preliminary analysis of emergent primary and secondary exchange platforms", Mendell & Barbosa, 2013, p.7

3.1 Investisseurs

Les investisseurs choisissent d'allouer une partie de leur capital à des entreprises sociales de manière directe ou par l'intermédiaire d'un fournisseur de produit. Selon Barbosa et Mendell

(2013), les investisseurs se regroupent dans deux catégories : les investisseurs individuels d'une part, et institutionnels d'autre part.

3.1.1 Investisseurs individuels

Les *High Net Worth Individuals*⁵ (HNWIs) représentent la source de financement la plus importante dans le secteur de l'*impact investing* (Drexler & Noble, 2013). Ils investissent par l'intermédiaire de services bancaires privés et de gestionnaires de patrimoine (*family office*). Considérés comme pionniers sur le marché, ils sont plus actifs que d'autres catégories d'investisseurs, car ils bénéficient de plus d'autonomie et de flexibilité dans leur choix d'investissement. Cela s'explique par le fait qu'ils ne doivent pas se préoccuper de contraintes réglementaires et doivent traditionnellement composer avec un nombre moindre de parties prenantes (Eurosif, 2014). En effet, les décisions d'investissement sont généralement prises par une ou deux personnes et non par un comité d'investissement. Cet intérêt a entraîné de nombreuses banques privées à distribuer des produits ou, dans certains cas, en créer pour s'impliquer dans l'*impact investing* afin de répondre à la demande de leurs clients et ainsi se positionner sur un nouveau segment de marché.

Pourtant promis à jouer un rôle important dans le développement du secteur, les investisseurs particuliers, qui ne disposent pas de moyens financiers aussi importants que les HNWIs, n'ont à l'heure actuelle que peu d'opportunités de prendre part à l'*impact investing* (Vaccaro, 2014). En effet, les produits tels qu'ils sont structurés actuellement font l'objet de règles strictes de protection de par leur profil de risque et ne sont donc disponibles qu'aux investisseurs professionnels. En revanche, plusieurs initiatives émergent en vue de faciliter l'accès à l'*impact investing* telles que les plateformes de *crowdfunding* (OCDE, 2015).

3.1.2 Investisseurs institutionnels

Selon Brandstetter et Lehner (2014), les investisseurs institutionnels sont des « organisations qui regroupent une somme importante de capitaux en vue de les investir pour le compte d'autrui » (p.19). Ces institutions se différencient les unes des autres en matière d'environnement réglementaire, pratiques de placement, objectifs, responsabilités fiduciaires et culture géographique.

⁵ Les HNWIs sont « des investisseurs qui possèdent des actifs à investir pour un montant supérieur ou égal à 1.000.000 US\$ » (World Wealth Report, 2016).

Les stratégies d'*impact investing* conviennent naturellement aux fondations étant donné l'importance qu'elles accordent à la relève des défis sociaux et environnementaux. Elles reconnaissent en effet l'*impact investing* comme un outil leur permettant d'aligner leurs activités rémunératrices avec leur mission et, par conséquent, d'utiliser toutes les ressources à leur disposition pour augmenter directement la création d'impact (Charlton & al., 2015).

Bien que généralement connues pour leurs programmes de subventions, les fondations utilisent également les *mission-related investments* (MRI) et *program-related investments* (PRI). Selon Charlton et ses collaborateurs (2015), l'*impact investing* serait une combinaison de ces deux formes d'investissement. Dans le cas des MRI, les fondations ne peuvent pas négliger les contraintes financières imposées du fait qu'elles investissent une partie de leur dotation tandis qu'un compromis financier est légalement acceptable dans le cas des PRI, car les fonds proviennent de leur budget de distribution.

La participation active des fondations sur le marché de l'*impact investing* dépend considérablement du cadre réglementaire les entourant (Eurosif, 2014). En effet, celui-ci diffère d'un pays à l'autre et peut donc jouer un rôle important dans l'orientation de leurs investissements.

D'autres types d'investisseurs institutionnels tels que les fonds de pension et les compagnies d'assurance s'engagent sur le marché, mais demeurent néanmoins considérablement moins actifs en raison de leurs responsabilités fiduciaires (Drexler & Noble, 2013). En effet, ils n'investiront pas si un compromis entre le rendement financier et social est prévu, car ils doivent maintenir des fonds suffisants pour faire face à leurs responsabilités futures. De plus, le marché ne leur fournit actuellement qu'un nombre restreint d'outils et indicateurs, ce qui les empêche d'avoir une base solide sur laquelle fonder leur prise de décision. Par conséquent, leur participation est à ce jour limitée malgré un intérêt grandissant pour l'*impact investing* (Brandstetter & Lehner, 2015). Selon Drexler et Noble (2013), le potentiel développement annoncé du secteur de l'*impact investing* dépend de l'engagement de ces investisseurs. Il est donc nécessaire de s'attaquer à un certain nombre d'obstacles qui les empêchent de s'impliquer afin de profiter de l'engouement que suscite l'industrie. Ces obstacles feront l'objet du chapitre suivant.

Enfin, les institutions de financement du développement sont des institutions soutenues par les gouvernements qui investissent des fonds destinés à aider la population dans des projets du secteur privé en vue de réduire la pauvreté tout en restant financièrement viables. Ces

institutions ont stimulé l'activité de l'*impact investing* en ayant un effet catalyseur (Drexler & Noble, 2013). Selon Martin (2013), elles ont notamment contribué au développement et à la professionnalisation de la microfinance à travers leur implication en termes de financement et d'expertise dans ce secteur et il s'attend à ce qu'elles jouent un rôle similaire dans l'industrie de l'*impact investing* en général.

3.2 Intermédiaires

Les intermédiaires jouent un rôle crucial dans le développement de l'*impact investing*. En effet, ils permettent de lier l'offre à la demande et apportent des solutions innovantes visant à améliorer l'efficacité du marché au niveau de la liquidité, des coûts de transaction, de la réduction des risques ... En raison du stade précoce de développement de l'industrie, les intermédiaires sont essentiellement des acteurs de petite taille et spécialisés (OCDE, 2015). Nous avons choisi de décrire les différents types d'intermédiaires qui existent sur le marché en fonction du rôle qu'ils jouent dans cet écosystème : les intermédiaires de financement, les plateformes d'échange ainsi que les organismes de support, aussi bien des entreprises sociales que du développement du marché.

3.2.1 Intermédiaires de financement

Les intermédiaires comprennent des banques d'investissement qui distribuent ou structurent des produits financiers, ce qui leur permet d'offrir des solutions d'*impact investing* à leurs clients. Cependant, selon Drexler et Noble (2013), peu de banques structurent leur offre au sein de leurs services bancaires commerciaux.

Dans une étude menée par Höchstädter et Scheck (2014a), les banques durables sont considérées comme intermédiaires. Elles collectent les dépôts des épargnants et utilisent ces fonds pour accorder des prêts en mettant l'accent sur les activités du secteur social. Outre ces banques spécialisées, les banques commerciales et privées traditionnelles se rendent de plus en plus compte que l'*impact investing* intéresse fortement leurs clients, en particulier les HNWI dotés d'un profil d'entrepreneur. Les auteurs de cette étude se demandent néanmoins si les banques commerciales sont les intermédiaires adéquats pour lancer des produits d'*impact investing*. En effet, elles doivent se conformer à des exigences réglementaires strictes et il leur est peut-être plus simple d'investir leurs propres ressources que celles de leurs clients.

Les investisseurs se tournent également vers des fonds d'investissement pour plusieurs raisons. Les intermédiaires sont intéressants, car ils offrent une expertise géographique et sectorielle

dont les investisseurs potentiels ne disposent pas toujours en raison de la nature naissante et isolée de certains marchés. De plus, au vu de la petite taille, propre à l'*impact investing*, de certains investissements, cette intermédiation offre la possibilité aux investisseurs d'investir de plus grands montants conformément à leurs obligations (Mudaliar & Barra, 2015). Au cours des dernières années, l'apparition de structures de fonds de fonds est un développement prometteur décrit dans l'étude réalisée par Eurosif (2014) qui permettrait d'accroître la taille des produits et de proposer des opportunités de diversification. En général, les gestionnaires de fonds entretiennent des relations étroites et pratiques avec les entreprises sociales soutenues, ce qui n'est pas le cas des fonds d'investissement traditionnels (OCDE, 2015).

3.2.2 Intermédiaires d'échange et de support

Les plateformes d'échange permettent aux investisseurs intéressés d'identifier des opportunités de placement. Ce type d'intermédiaire joue donc le rôle de médiateur entre les investisseurs et les entreprises. En finance traditionnelle, les marchés boursiers facilitent depuis de nombreuses années les transactions financières entre les différents acteurs. Des bourses de valeurs sociales commencent, elles, seulement à voir le jour dans plusieurs pays et fournissent aux investisseurs un accès à des titres liquides d'entreprises sociales. Il existe également des plateformes qui procurent un accès aux informations concernant notamment les fonds opérant sur le marché. C'est le cas d'ImpactBase, une base de données de plus de 250 fonds d'*impact investment* gérée par le GIIN et interrogeable en ligne. Cette base de données permet aux investisseurs de faire des recherches par secteur, géographie ou catégorie d'actif (Drexler & Noble, 2013).

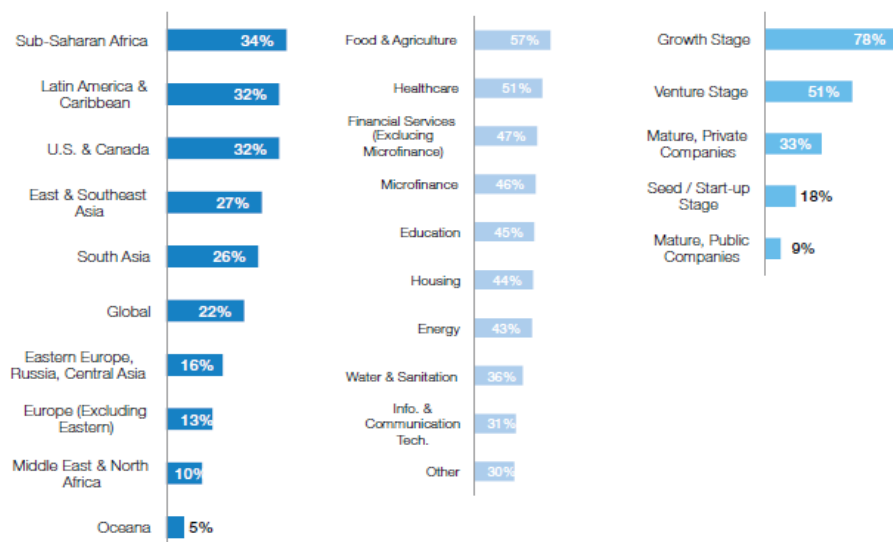
Une autre catégorie d'intermédiaires est représentée par les organismes qui déploient leur expertise et encadrent les entreprises sociales et les investisseurs afin qu'ils soient aptes à prendre part de manière plus efficace dans des activités d'*impact investing*. On retrouve également dans cette catégorie les infrastructures de développement qui élaborent des indicateurs standardisés et autres instruments permettant le bon fonctionnement du marché.

3.3 Entreprises ciblées

Les entreprises ciblées, ou *investees*, par les investissements à impact sont les entreprises qui transforment le financement reçu en biens, services, emplois ou bénéfices environnementaux générateurs d'impact, au moyen d'une démarche entrepreneuriale. Le champ d'action de ces organisations couvre de nombreuses zones géographiques ainsi qu'un vaste éventail de secteurs. Leurs besoins de financement varient en fonction de ces facteurs ainsi que des stades de développement. En effet, ceux-ci varient du stade précoce au stade de croissance. De plus,

les cibles d'investissement peuvent être des organisations avec ou sans but lucratif, mais également prendre la forme d'organisation hybride. Dans la plupart des cas, l'objectif social ou environnemental est indissociable du modèle économique et il n'y a dès lors pas de conflit entre la recherche du rendement financier et social (OCDE, 2015).

Figure 5: Cibles en termes de géographie, secteur et stade de développement



Source: reproduit depuis "From the margins to the mainstream, assessment of the impact investment sector and opportunities to engage mainstream investors", Drexler & Noble, 2013, p.12

Dans les résultats de leurs recherches, Höchstädter et Scheck (2014b) mettent en évidence le type d'entreprise ciblée par les investisseurs à impact. En général, ce sont des organisations qui ne sont pas encore jugées commercialement attrayantes, car l'investissement serait trop risqué ou ne rapporterait pas un rendement assez élevé de par son modèle opérationnel.

3.4 Cadre réglementaire

Lorsqu'on analyse l'*impact investing*, il est important de prendre en considération le système social, la fiscalité et les réglementations propres à chaque pays, car ces facteurs jouent un rôle prépondérant sur le développement du secteur. On remarque que le secteur évolue de façon différente à travers les pays (OCDE, 2015). En effet, les mesures politiques adoptées et la façon dont les systèmes financiers et sociaux sont structurés influencent considérablement le fait qu'un encadrement soit favorable ou non au développement d'activités d'*impact investing*.

Selon Clark, Emerson et Thornley (2014), les autorités publiques reconnaissent de plus en plus le potentiel que représentent la puissance et l'efficacité des marchés des capitaux dans l'amélioration du bien-être public. Ce constat est d'autant plus vrai à une époque où les gouvernements ont de moins en moins de ressources pour traiter les problèmes sociaux qui sont pourtant plus complexes et enracinés qu'auparavant.

Les gouvernements peuvent donc jouer un rôle de catalyseur dans le développement de l'industrie et disposent pour ce faire de plusieurs outils. Tout d'abord, ils peuvent créer des incitants fiscaux destinés aux investisseurs et entreprises sociales en adaptant leur système de taxation. En 2014, le gouvernement du Royaume-Uni a notamment annoncé la création d'un allègement fiscal pour les investissements sociaux afin d'inciter les particuliers à investir en leur permettant de déduire 30% du coût de leur investissement sur leur base imposable (Brandstetter & Lehner, 2014). De plus, les pouvoirs publics peuvent soutenir des entreprises « incubatrices » qui ont pour but d'offrir un support intensif à des entreprises en démarrage ou les pouvoirs publics peuvent également investir eux-mêmes dans des entreprises sociales comme le permettent les SIBs. Certains se concentrent sur le développement des infrastructures de marché. Enfin, ils ont également un rôle à jouer dans la promotion de cette stratégie d'investissement. C'est par exemple dans cette optique que le gouvernement du Royaume-Uni a lancé un groupe de travail dédié à l'*impact investing* lors de sa présidence au G8 (Rodin & Brandenburg, 2014).

Rodin et Brandenburg (2014) constatent que les marchés les plus matures se trouvent dans les pays dont les gouvernements ont soutenu le développement de l'industrie. Certaines actions peuvent, au contraire, rendre plus difficile l'adoption d'approches alternatives d'investissement.

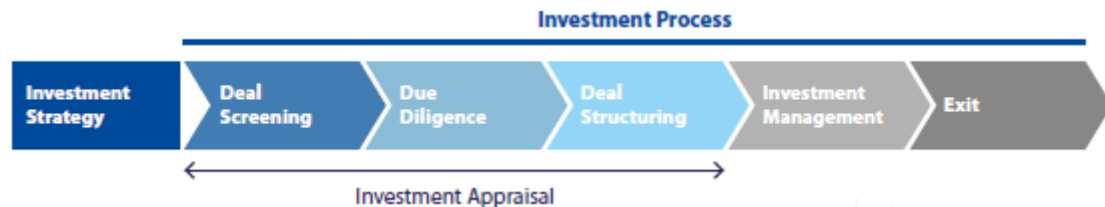
Les questions légales et réglementaires peuvent se poser à l'échelle nationale, mais également à l'échelle européenne (Brandstetter & Lehner, 2014). Par exemple, le nouveau label *European Social Entrepreneurship Fund* (EuSEF) a été adopté par le Parlement européen en 2013. Cette nouvelle législation vise à faciliter la collecte de fonds sur le plan international en accordant aux fonds éligibles un passeport européen leur permettant d'être commercialisés à travers l'Union européenne. Les fonds concernés sont ceux qui investissent au moins 70% de leurs actifs dans des entreprises sociales qui répondent à plusieurs critères que l'on retrouve en annexe.

3.5 Processus d'investissement

Nous allons à présent décrire brièvement les étapes du processus permettant d'optimiser la réalisation des objectifs de rendement social et financier au moment de la sortie de l'investissement. Il nous semble nécessaire de faire cette description afin de mieux comprendre la relation entre les investisseurs et les entreprises bénéficiaires du financement durant la durée de l'investissement.

Selon Grabenwarter et Liechtenstein (n.d.), les étapes qu'un investisseur suit au cours d'un investissement à impact ne sont pas fondamentalement différentes de celles d'un investissement traditionnel. L'*impact investing* ne se différencie que par l'ajout de considérations visant à évaluer et contrôler l'impact social à chaque étape du processus traditionnel.

Figure 6: Le processus d'investissement



Source : "A practical guide to venture philanthropy and social impact investment", Balbo, Boiardi, Hehenberger, Mortell, Oostlander, & Vittone, EVPA, 2016, p.71.

Nous allons à présent détailler les différentes étapes répertoriées dans la figure ci-dessus telles qu'envisagées par l'EVPA (Balbo, Boiardi, Hehenberger, Mortell, Oostlander & Vittone, 2016).

- Au cours du *deal screening*, les opportunités d'investissement disponibles sont examinées afin de procéder à une première sélection parmi les candidats. À ce stade, l'élimination concerne les entreprises qui ne répondent pas aux critères standards d'application. Les objectifs en termes d'impact et de rendement espérés influenceront le filtrage effectué au cours de cette étape, ce qui diminuera le type d'entreprise pris en considération pour la suite du processus.
- Ensuite, un examen plus détaillé est effectué lors de la deuxième étape, la *due diligence*, au cours de laquelle la décision finale d'investissement est prise suite à la présentation du projet de l'entreprise au comité d'investissement. Le choix est le plus souvent fait sur base de l'analyse du plan financier, d'entretiens avec l'équipe dirigeante et le personnel ainsi qu'une revue approfondie de documents pertinents.
- Lorsque la décision est prise, les modalités de l'investissement sont négociées au cours du *deal structuring* afin de préciser comment l'arrangement entre l'investisseur et l'entreprise sociale sera conclu. C'est par exemple durant cette étape que la stratégie de sortie est envisagée en vue de déterminer les éléments clés, les attentes des deux parties à ce sujet ainsi que le moment du désengagement.

L'étendue du soutien non financier et les indicateurs de performance sociale sont également déterminés et représentent un élément essentiel des modalités de l'accord.

- Une fois l'évaluation des possibilités d'investissement terminée, la gestion durant la période d'investissement se déroule sur plusieurs dimensions. D'une part, l'organisme ayant investi doit fournir le soutien non financier auquel il s'est engagé. Cela peut se traduire par l'occupation éventuelle d'un siège au sein du conseil d'administration, mais également par un accompagnement du personnel ou en offrant un accès à leur réseau. D'autre part, il doit suivre les progrès réalisés par l'entreprise conformément aux objectifs fixés.
- Lorsque l'investisseur et l'entreprise sociale ont déterminé que le moment approprié de mettre un terme à leur association était venu, le processus de sortie peut se mettre en place. Cet aspect est évalué en se concentrant sur trois dimensions : l'impact social accompli, la viabilité financière de l'entreprise en vue de poursuivre sa mission dans le futur ainsi que sa résilience organisationnelle (p. ex. les compétences développées par l'équipe dirigeante). L'investisseur déterminera par quel moyen et au profit de quel investisseur se désengager en prenant en considération le rendement financier et social. Les nouveaux investisseurs potentiels seront donc analysés en fonction de leur capacité à maintenir la mission sociale à l'avenir.

Chapitre 4. Perspectives et obstacles au développement du marché

Le quatrième chapitre s'intéresse à l'avenir de l'industrie de l'*impact investing*. Premièrement, les perspectives de développement du marché sont abordées tant globalement qu'en Europe. Ensuite, une description des obstacles à surmonter en vue de ce développement sera réalisée. L'identification de ces obstacles permettra d'aborder la seconde partie de ce mémoire, qui traitera plus spécifiquement des obstacles observables sur le marché belge.

4.1 Perspectives de développement

Selon plusieurs sources, il est difficile d'avoir une idée exacte de l'ampleur du marché de l'*impact investing* car peu d'informations sont rendues disponibles à ce sujet. De plus, il existe des conceptions différentes autour de ce concept ce qui rend la tâche d'autant plus difficile. On retrouve notamment diverses estimations de la taille actuelle du marché (Ormiston et al., 2015).

Comme indiqué précédemment, les marchés locaux sont influencés par l'histoire et les sensibilités locales. Il nous paraît peu pertinent de chiffrer l'évolution du marché de l'*impact investing*, car les différentes études réalisées prennent en considération des facteurs différents pour aboutir à leurs conclusions. Au cours d'une étude de l'état du marché européen, Eurosif (2014) a notamment observé une augmentation de 52,3% entre 2011 et 2013 tout en reconnaissant que ce montant peut ne pas représenter exactement la réalité. Cependant, les différentes prévisions s'accordent à dire que l'*impact investing* fera l'objet d'investissements considérables au cours des prochaines années (O'Donohoe & al., 2010 ; Koh, Karamchandani & Katz, 2012).

Au cours des dernières années, l'*impact investing* a évolué du statut de niche à une stratégie d'investissement prometteuse avec des avancées en termes de structures de marché, participants impliqués et véhicules de placement. D'après les estimations et au vu de l'engouement que suscite l'industrie, elle serait donc promise à un développement important dans le futur. Pour ce faire, nous avons identifié trois enjeux majeurs au cours de notre revue littéraire, qui influenceront ce potentiel développement. Premièrement, il est important d'encourager les investisseurs institutionnels à diriger leurs ressources vers ce secteur. Ensuite, les placements provenant de particuliers représenteraient un secteur de croissance et il apparaît dès lors important de trouver des moyens d'impliquer ces derniers. Enfin, les entreprises sociales ne semblent pas toujours prêtes à recevoir ce type de financement, ce qui aurait tendance à limiter

le nombre d'opportunités d'investissement (Harji & Jackson, 2012). Les obstacles décrits dans la suite de ce chapitre sont en étroite relation avec ces trois enjeux.

4.2 Règlementation inadéquate

Dans l'analyse de ce premier obstacle, nous allons aborder deux problématiques distinctes. Tout d'abord, il ressort de la revue littéraire que la forme légale des entreprises peut restreindre les opportunités qui s'offrent à elles en termes de financement. Ensuite, l'obligation fiduciaire des investisseurs institutionnels peut porter un frein à leur engagement sur le marché.

Comme nous l'avons décrit dans le chapitre précédent, les entreprises ciblées par l'*impact investing* peuvent être structurées différemment (p. ex. avec ou sans but lucratif, coopérative, hybride). Selon l'OCDE (2015), les structures existantes peuvent restreindre la capacité et la facilité d'attirer les investissements et présentent chacune divers avantages et inconvénients. Une entreprise à but lucratif tentera de fournir un rendement financier convenable à ses actionnaires et peut donc être confrontée à un dilemme entre la recherche du profit et de la croissance et l'augmentation de son incidence sociale. Une organisation sans but lucratif voudra quant à elle maximiser son impact social, mais aura difficilement accès à de nombreuses possibilités de financement pour soutenir son activité et se développer, car elle ne peut pas émettre des actions nécessaires pour un financement à long terme (Mendell & Barbosa, 2013).

Mendell et Barbosa (2013) avancent qu'il est nécessaire d'adapter la législation concernant les entreprises sociales en créant de nouvelles structures légales, en vue du développement de l'*impact investing*. Celles-ci auraient pour but de permettre la vente d'actions tout en incorporant de manière légale les objectifs sociaux de l'entreprise. Dans certains pays, des modèles hybrides émergent, qui visent à combiner des sources de financement commerciales et caritatives en vue de contrecarrer les difficultés précitées. C'est par exemple le cas aux États-Unis où de nombreux états ont adopté une nouvelle forme d'entreprise appelée *benefit corporation*, qui permet aux entreprises étant inscrites comme tel d'intégrer des considérations sociétales et environnementales en plus de financières dans leur processus de décision (Rodin & Brandenburg, 2014).

Abordons désormais le second aspect qui ressort de notre revue littéraire, concernant la réglementation inadéquate. Les investisseurs qui investissent pour le compte de leurs clients sont tenus par la loi de le faire en respectant les intérêts des bénéficiaires de ces actifs et en en

conservant assez pour honorer tous leurs engagements, aussi bien actuels que futurs. Cette responsabilité fiduciaire influence la prise de décision des investisseurs.

Selon Ormiston et ses collaborateurs (2015), les fondations manifestent notamment de l'intérêt pour l'*impact investing* comme outil supplémentaire pour contribuer au changement social, mais leur enthousiasme est limité, car elles ne savent pas réellement comment gérer les obligations prévues par la loi. Il semble en effet exister un certain nombre d'incertitudes dans le chef des investisseurs institutionnels concernant les opportunités que représentent l'*impact investing*, car la responsabilité fiduciaire n'est à ce jour pas assez claire dans la législation. Les règles actuelles entourant les obligations fiduciaires n'autorisent pas de manière explicite l'*impact investing* dans ce cadre en envisageant uniquement la gestion financière et non pas les considérations sociales. Cela a pour conséquence de dissuader les investisseurs de s'engager vers ce type d'investissement (Brandstetter & Lehner, 2014).

D'après cette analyse, le développement de l'*impact investing* ne nous semble pas suffisamment soutenu par le système légal, car ce dernier reste majoritairement structuré sur la base d'une dichotomie entre la philanthropie et la maximisation du profit.

4.3 Standardisation des moyens de mesure de l'impact

Avant de se pencher sur les difficultés et divergences d'opinions observées lorsqu'il s'agit de mesurer l'impact, il est important de prendre conscience du rôle essentiel joué par cet aspect dans le fonctionnement du marché. En effet, la mesure de l'impact social procure un moyen à toutes les parties prenantes de comprendre la valeur engendrée par l'activité des entreprises bénéficiaires de l'investissement. D'une part, les investisseurs cherchent à savoir dans quelle mesure leurs actions contribuent à la réalisation des objectifs sociaux, dans quels délais et avec quels risques associés. D'autre part, les gestionnaires de fonds souhaitent pouvoir comparer les performances des investissements. Enfin, les entreprises ciblées utilisent les indicateurs afin de déterminer le progrès accompli ainsi que les marges d'amélioration (Reeder, Colantonio, Loder, & Jones, 2015).

La nécessité d'évaluer cet impact ne fait plus l'objet de débat au sein des praticiens. Elle fait d'ailleurs partie intégrale de la définition du concept. En revanche, l'élaboration d'indicateurs de performance est selon l'EMPEA (2015) rendue compliquée à cause de spécificités propres à ce secteur. Tout d'abord, l'*impact investing* est confronté à des échéances diverses. En effet, les performances financières se déterminent à la sortie de l'investissement alors que l'impact

social se prolonge jusqu'au terme du projet. Certains effets sont immédiats tandis que d'autres se mesurent sur le long terme et il faut prendre cela en considération lorsqu'on met en place des indicateurs spécifiques.

Ensuite, la comparabilité entre les différents investissements est difficile, car les entreprises créent un impact qui leur est propre et des indicateurs généraux risqueraient de ne pas englober toute la complexité de cet impact en ne prenant pas en compte les différences entre secteurs. Des problèmes peuvent se poser même dans le cas d'indicateurs qui semblent comparables à première vue, mais dont la méthodologie diffère. Par exemple, utiliser comme indicateur le nombre d'emplois créés ne permettrait pas de distinguer à quelle partie de la population ces emplois auraient été attribués. Enfin, nous avons vu précédemment, lors de la description de l'*impact value chain*, que l'objectif ultime d'impact est reflété par les résultats et non pas par les produits. Cependant, les résultats sont plus compliqués à mesurer, car les liens de causalité sont difficilement déterminables et, lorsqu'ils le sont, il peut s'avérer coûteux de les établir.

Comme nous l'avons décrit dans le premier chapitre, il existe deux courants de pensée qui orientent la discussion sur la mesure de l'impact. Certains souhaitent des approches standardisées, mais d'autres défendent la pertinence de démarches spécifiques et personnalisées. Malgré l'émergence d'un cadre et d'instruments dans l'industrie de l'*impact investing*, il n'existe actuellement pas de véritable consensus concernant la méthode la plus efficace pour l'évaluation.

Analysons à présent les obstacles que représente l'évaluation de l'impact pour le développement de l'industrie. En vue de faire avancer l'*impact investing* d'un courant marginal à général, la participation des investisseurs institutionnels est considérée par beaucoup d'auteurs comme indispensable, car ceux-ci disposent de sommes considérables à investir.

Cependant, l'allocation du portefeuille d'actifs de ce type d'investisseur est fondée sur un modèle basé d'une part sur le rapport entre le risque et le rendement financier et d'autre part sur la volatilité du marché qui tient compte de la corrélation entre les investissements composant le portefeuille. Ils ne disposent actuellement pas de modèle similaire adaptable aux caractéristiques de l'*impact investing* qui prendrait en compte les facteurs sociaux ou environnementaux. Ce problème est soulevé par de nombreux investisseurs qui trouvent peu de solutions pour allouer des fonds au secteur social (Brandstetter & Lehner, 2015). En effet, selon Graham et Anderson (2015), les exigences en matière d'évaluation découlent directement du besoin de l'investisseur de rendre des comptes à ses groupes particuliers d'intervenants.

Cependant, malgré leur développement au travers de récentes initiatives, les outils existants ne le permettent pas, car ils examinent les investissements d'un point de vue ex post et n'apportent pas de véritable aide dans l'évaluation ex ante ce qui n'est, par conséquent, utile que pour évaluer les organisations établies sur le marché.

Nous constatons également que la majorité des entreprises bénéficiaires de financement ne disposent pas de systèmes de gestion et d'évaluation sophistiqués et adaptés. De plus, la plupart d'entre elles ne comprennent pas la nécessité d'établir des indicateurs pour assurer la gestion efficace de leur organisation et la perçoivent au contraire comme un coût à assumer en vue d'obtenir un financement (Clark, Emerson, & Thorley, 2015).

4.4 Manque d'antécédents fructueux

Afin de rendre l'*impact investing* attractif aux yeux des investisseurs, il est important de leur faire prendre conscience de l'impact social généré par cet investissement, car c'est l'élément qui le différencie d'un investissement traditionnel. Il faut dès lors que la création d'impact soit démontrable. Le manque d'information sur la réussite ou l'échec des investissements sociaux freine la croissance du secteur et contraint les analystes à se baser sur des anecdotes et des études de cas (Martin, 2013). Ce problème peut s'expliquer, d'une part, par l'horizon de placement élevé propre à ce secteur caractérisé par un capital patient sur du long terme. D'autre part, il existe une absence d'incitants qui encourageraient les acteurs à faire part de leurs réussites aux autres intervenants sur le marché.

Le peu de fonds d'investissements et produits structurés qui existent sur le marché n'a pas encore permis d'établir un *track record* avéré, et les gestionnaires de fonds ne peuvent donc pas émettre de recommandations à leurs clients à ce sujet (Ormiston & al., 2015).

Ormiston et ses collaborateurs (2015) déplorent le manque d'antécédents solides de performance dans l'industrie, qui permettraient de démontrer que l'*impact investing* fonctionne grâce à des modèles d'entreprises commercialement viables. La majorité des investisseurs traditionnels perçoit les investissements à impact comme une stratégie nécessitant un attrait pour le risque ou un compromis financier et est donc réticente à s'engager.

En effet, dans une enquête menée par J.P. Morgan, nous constatons que seulement 9 % des actifs gérés par les investisseurs interrogés le sont dans des entreprises à risque ou en développement (Saltuk & El Idrissi, 2015). Cette tendance suggère une propension faible au risque ainsi que des investisseurs qui optent pour des placements disposant d'un *track record*

suffisant et dont la viabilité commerciale sera rapidement établie. Le manque d'entreprises étant viables et prêtes à recevoir des investissements freine l'implication de certains investisseurs, en particulier les *finance-first*. En effet, il est possible d'améliorer la viabilité des entreprises qui ne disposent pas d'antécédents avérés, telles que celles en démarrage, mais cela reste une opération coûteuse et risquée, car aucun rendement financier significatif n'est garanti dans le futur.

4.5 Manque de liquidité

Comme nous l'avons mentionné précédemment, une stratégie de sortie bien pensée est la clé d'un investissement réussi. Étant donné que l'*impact investing* peut se pratiquer à l'aide de différents instruments financiers, il est évident que les solutions de désengagement varient. Par exemple, le retrait d'un investissement sous forme de prêt coïncidera avec le remboursement de la dette alors que la sortie d'un placement réalisé au moyen d'actions nécessitera de trouver un investisseur intéressé par le rachat de ces actions (Boiardi & Hehenberger, 2014).

D'après notre revue de la littérature, il existe deux enjeux majeurs lorsque l'on évoque la stratégie de sortie. On observe l'absence d'un marché secondaire pour les investissements sociaux et le risque d'éloignement de la mission à l'arrivée des nouveaux investisseurs.

D'une part, Mendell et Barbosa (2013) soulignent la nécessité de créer un marché secondaire afin de répondre aux besoins de liquidité des investisseurs. Il est en effet essentiel de leur permettre de désinvestir en vue de développer ce marché. Cependant, cette tâche s'avère complexe au vu de la diversité et de la nature hybride des entreprises impliquées sur le marché. Dans une enquête menée par J.P. Morgan, 115 investisseurs sur les 146 sondés ont mis en évidence cette difficulté comme un obstacle majeur et actuel au développement de l'industrie (Saltuk & El Idrissi, 2015). Certains considèrent qu'ils se familiariseront avec les perspectives de sortie au fur et à mesure des réussites futures en la matière ce qui nous permet de faire un parallèle entre cet obstacle et l'absence d'antécédent abordée précédemment.

Le marché de l'*impact investing* est donc actuellement dans un état sous-développé. On observe néanmoins l'émergence de bourses de valeurs sociales dans plusieurs pays qui offrent des cotations primaires et secondaires des titres des entreprises sociales sur un marché réglementé. Cela permet d'augmenter la transparence concernant les informations sociales et financières. C'est notamment le cas du Social Stock Exchange au Royaume-Uni, de SASIX en Afrique du

Sud, de l'Impact Exchange à Singapour et du Social Venture Connexion au Canada (Harji & Jackson, 2012).

D'autre part, quand bien même une opportunité de retrait se présenterait, les investisseurs sociaux craignent également le risque d'éloignement de la mission, communément appelé *mission drift*. Cela implique une situation au cours de laquelle l'entreprise et le nouvel investisseur se concentreraient davantage sur l'aspect financier que social après le rachat. En général, cet aspect est pris en considération dès le début, et des engagements sont incorporés aux documents relatifs à l'investissement pour éviter ce risque. Certains investisseurs choisissent d'investir dans des entreprises dont l'impact social est étroitement lié à leurs activités commerciales, ce qui leur procure une défense naturelle contre ce risque (OCDE, 2015). Cette attention particulière sur la continuité de la mission apporte une difficulté supplémentaire lorsqu'un investisseur tente de se désengager d'un investissement en l'amenant à renforcer ses critères de sélection dans la recherche du nouvel investisseur.

4.6 Insuffisance d'intermédiaires liant l'offre et la demande

Selon un rapport rédigé par Freireich et Fulton (2009), il existe trois enjeux majeurs en vue d'améliorer la structure du marché en termes d'intermédiaires. Il s'agit du manque d'intermédiation efficace, d'infrastructures de support pour l'industrie ainsi que de capacité suffisante des entreprises à absorber du capital.

Le développement de l'*impact investing* est tout d'abord freiné à cause d'une inadéquation entre les préférences des investisseurs et les possibilités d'investissement. La capacité d'absorption limitée des entreprises sociales pose en effet problème selon Wendt (2015), car les investisseurs traditionnels désirent s'engager dans des investissements de taille importante, ce qui ne correspond pas exactement aux caractéristiques de ce secteur. Ils ne sont pas disposés à déployer des efforts considérables lors du processus de *due diligence* pour des fonds de petite taille (Eurosif, 2014).

Ensuite, dans un de ses rapports, l'OCDE (2015) considère qu'il n'existe pas assez, ou uniquement de manière sous-développée, d'intermédiaires capables de lier efficacement l'offre et la demande. Cet avis est rejoint par Ormiston et ses collaborateurs (2015) qui estiment que les infrastructures de support traditionnellement utilisées par les gestionnaires de fonds et autres acteurs sont à ce jour largement indisponibles dans l'industrie de l'*impact investing*. Selon un rapport rédigé par le Monitor Institute, cela est dû en grande partie au fait que l'industrie de

l'investissement est structurée sur base de la dichotomie entre la philanthropie, qui vise à produire un impact social, et l'investissement, qui vise à produire un rendement financier (Freireich & Fulton, 2009). L'*impact investing* intègre ces deux dimensions, mais l'absence d'intermédiaires adaptés pour ce marché entraîne des coûts élevés de transaction et de recherche, la fragmentation du marché, la complexité des transactions et des réseaux sous-développés.

De plus, la plupart des intermédiaires fonctionnent actuellement à l'aide de donations ce qui leur permet de faire face à leurs difficultés de financement résultant de coûts d'exploitation élevés. Les auteurs du rapport de l'OCDE (2015) avancent qu'il est nécessaire de développer des moyens afin de rendre rentable l'activité de ces intermédiaires.

4.7 Confusion autour de la terminologie

Malgré l'intérêt grandissant pour l'*impact investing* et le développement de son activité, Höchstädter et Scheck (2014 b) constatent l'absence d'une définition uniforme ainsi que d'une compréhension claire de ce que signifie ce terme. L'existence de différentes interprétations entraîne l'utilisation régulière d'expressions alternatives de manière interchangeable et parfois incorrecte pour évoquer l'*impact investing* ainsi que, comme nous l'avons détaillé dans le deuxième chapitre, l'absence de frontières claires séparant les différents concepts apparentés. Il existe également des débats quant aux investissements qui peuvent être considérés comme à impact ou non.

Ce manque de clarté est explicable, car il est similaire à tout concept émergent, mais il pose néanmoins problème pour plusieurs raisons. Tout d'abord, un concept vague peut compromettre la crédibilité du principe même et entraîner un phénomène d'*impact-washing*. En effet, si les attentes dans le domaine ne sont pas claires, n'importe quel investisseur pourrait se déclarer comme étant actif dans l'*impact investing* (Freireich & Fulton, 2009).

Ensuite, cela peut freiner l'adoption généralisée de cette forme d'investissement par des investisseurs traditionnels, car ils ont besoin de comprendre le phénomène avant de se forger une opinion et de s'engager. Enfin, cela a également un impact sur la littérature disponible à ce sujet, car les professionnels du métier ont besoin d'une terminologie et de définitions précises pour établir les discussions et des modèles utiles pour le développement du marché. Cela est nécessaire pour attirer les talents vers ce secteur afin d'éviter que les connaissances et

compétences dans le domaine ne reposent entre les mains d'un nombre restreint d'acteurs expérimentés (Höchstädter & Scheck, 2014b).

De plus, Freireich et Fulton (2009) considèrent que l'absence d'un vocabulaire et d'une segmentation de marché universellement acceptés rend difficile la communication entre les différents acteurs au sujet des opportunités disponibles. En effet, ils ne parviennent pas à se positionner dans l'écosystème et identifier des partenaires potentiels.

4.8 Conclusion du chapitre

Le but de ce mémoire est de vérifier si les obstacles au développement du marché de l'*impact investing* identifiés à l'étranger sont également observables en Belgique. Afin de formaliser la recherche, nous allons formuler des hypothèses sur base des obstacles identifiés au cours de notre revue littéraire et qui sont supposés avoir un effet sur le développement du marché.

- Hypothèse 1 : Les réglementations existantes concernant la forme légale des entreprises et/ou l'obligation fiduciaire constituent un obstacle au développement de l'*impact investing* en Belgique ;
- Hypothèse 2 : L'absence de consensus concernant les méthodes à employer lors de l'évaluation de l'impact social constitue un obstacle au développement de l'*impact investing* en Belgique ;
- Hypothèse 3 : Le manque de *proven track record* permettant de guider la prise de décision des acteurs constitue un obstacle au développement de l'*impact investing* en Belgique ;
- Hypothèse 4 : L'aspect non liquide du marché de l'*impact investing* constitue un obstacle à son développement en Belgique ;
- Hypothèse 5 : L'insuffisance d'intermédiaires liant l'offre et la demande constitue un obstacle au développement du marché de l'*impact investing* en Belgique ;
- Hypothèse 6 : La confusion autour de la terminologie se rapportant à l'*impact investing* constitue un obstacle à son développement en Belgique.

Partie II. Analyse empirique de l'*impact investing*

La seconde partie de ce mémoire consiste en quatre chapitres qui présentent respectivement la méthodologie utilisée pour ce travail, l'état des lieux du marché belge, la présentation des résultats issus des entretiens menés et l'interprétation de ces derniers au cours de la discussion.

Chapitre 5 : Méthodologie de la recherche

Pour rédiger la première partie de ce mémoire, nous avons procédé à une revue littéraire sur base d'ouvrages et d'articles scientifiques consacrés au sujet, mais nous avons également eu recours à la littérature grise. Ce choix est justifiable, car l'*impact investing* est un domaine naissant et il nous a donc paru nécessaire de prendre en considération certains ouvrages non scientifiques afin de réaliser ce mémoire, tels que des rapports de recherche d'organismes spécialisés dans l'*impact investing*.

Au cours des recherches préliminaires effectuées sur le sujet, plusieurs choses ont retenu notre attention. Premièrement, l'*impact investing* est promis à un bel avenir et nous avons constaté que la plupart des ouvrages consultés soulignent l'importance de se pencher sur les obstacles à surmonter. Deuxièmement, peu de recherches ont été effectuées à ce sujet en Belgique. Voici les raisons pour lesquelles l'objectif de ce mémoire est d'analyser les « perspectives et obstacles au développement du marché de l'*impact investing* en Belgique ».

Afin d'atteindre cet objectif, nous avons opté pour l'utilisation d'une méthodologie qualitative, car nous sommes d'avis que cette technique de collecte et d'analyse est la plus adaptée à la problématique du fait que les informations recueillies sont majoritairement non chiffrées (Saunders, Lewis & Thornill, 2009).

5.1 Sélection de l'échantillon

Les personnes interrogées ont été choisies grâce à de multiples recherches effectuées sur le sujet, avec l'aide de Virginie Xhaufclair et des conseils et relations des différents intervenants. En raison de la problématique nous occupant dans le cadre de ce mémoire, qui vise à identifier les obstacles au développement du marché de l'*impact investing*, nous avons choisi d'interroger des acteurs occupant différents rôles au sein de cet écosystème. La prise en compte de différents types d'acteurs nous semble importante, car leurs points de vue peuvent être tranchés.

Voici à présent la liste des acteurs interviewés dans le cadre de ce mémoire :

- Alex Houtart est le fondateur de IMPCTZ⁶, une organisation qui vise à mettre en connexion les investisseurs avec la finance durable en développant entre autres des produits bancaires durables. En plus des années d'expérience qu'il a accumulées dans le secteur de la finance durable, il a travaillé dix années dans la finance traditionnelle. Il est également membre de plusieurs conseils d'administration d'organismes sans but lucratif ;
- Serge Raicher est le cofondateur et président de l'EVPA⁷, réseau qui a pour but de promouvoir le développement du capital-risque philanthropique à travers l'Europe. Il est également membre de l'ASBL Toolbox⁸ qui vise à utiliser son expertise afin d'améliorer la gestion d'associations actives dans le secteur social. Son expérience dans le secteur du *private equity* remonte à plus de 20 ans et influence sa façon d'aborder la philanthropie (Mackenzie, 2006) ;
- Elinor de Pret est responsable des affaires publiques au sein de l'EVPA depuis 2014 après avoir entre autres travaillé pour la Commission européenne. Elle participe actuellement à plusieurs projets comme le montrent son implication dans SI²Fund⁹ et le SIB belge ainsi que son adhésion au réseau Ashoka¹⁰ (Jacob, 2015) ;
- Guy Herssens est responsable des produits d'investissements responsables au sein de la banque Triodos¹¹ en Belgique, qui est active dans le financement du secteur social et se considère comme transparente et durable ;
- Lieven Vandeputte est responsable de la contribution sociétale au sein de la société coopérative Cera¹² ;
- Xavier Declève est un ancien directeur de gestion de patrimoine chez BNP Paribas Fortis et collabore actuellement en tant que représentant local en Belgique avec Phi-Trust Partenaires¹³, une société d'investissement active dans l'*impact investing*. Son rôle est de prospecter le marché belge pour trouver des investisseurs intéressés ainsi que des entreprises sociales susceptibles de recevoir des investissements de la part de Phi-Trust ;
- Piet Colruyt est actif de plusieurs façons dans l'*impact investing*. Il a créé Impact Capital, un fonds qui se concentre sur les investissements à impact sociétal et environnemental et occupe également plusieurs postes dont celui de président du conseil d'administration de

⁶ <http://www.impactz.com/>

⁷ <http://evpa.eu.com/>

⁸ <https://www.toolbox.be/fr/>

⁹ <http://www.si2fund.com/>

¹⁰ <http://belgium.ashoka.org/splash>

¹¹ <https://www.triodos.be/>

¹² <https://www.cera.be/fr/>

¹³ <http://www.phitrustimpactinvestors.com/index.php>

SI²Fund, un fonds d'investissement qui cible les entreprises ayant adopté un modèle d'affaires social (BNQ, 2015) ;

- Loïc Van Cutsem est le directeur général d'Oksigen Lab¹⁴, un organisme sans but lucratif qui offre des services aux entreprises afin de renforcer leur incidence sociétale. Cette organisation fait partie d'un plus large écosystème qui regroupe entre autres le fonds d'investissement SI²Fund ;
- Frédéric Ancion est le directeur d'Ethical Property¹⁵ en Belgique, une entreprise ayant été la cible d'un investissement à impact par Phi-Trust Partenaires ;
- Nicolas Crochet est le cofondateur et gérant de Funds For Good¹⁶, une société active dans l'*impact investing*, proposant à ses investisseurs des produits financiers par l'intermédiaire d'institutions financières et redistribuant la moitié de ses bénéfices à des œuvres philanthropiques. Il possède également de nombreuses années d'expérience dans le secteur de la finance traditionnelle ;
- Pauline Verhaeghe est membre de l'équipe Ashoka en Belgique, un réseau d'entrepreneurs sociaux. Elle a créé avec deux autres personnes une organisation sans but lucratif qui promeut l'entrepreneuriat social auprès de la nouvelle génération ;
- Anne-Catherine Chevalier est une experte indépendante au sein de la Fondation Roi Baudouin¹⁷ (FRB) ;
- Flora Kocovski est la directrice des investissements à la Société wallonne d'économie sociale marchande (SOWECSOM). Cet organisme apporte aux entreprises sociales du financement au moyen de prêts, investissements en capital et apports de garantie pour obtenir des prêts bancaires (Mertens, 2010) ;
- Claire Munck est la CEO et administratrice de BeAngels¹⁸, une association qui met en relation les entrepreneurs belges et les investisseurs privés (Bazzoni, n.d.).

Chacun de ces acteurs est donc d'une manière ou d'une autre lié au marché de l'*impact investing*. Nous avons poursuivi notre collecte des données jusqu'à l'obtention d'une saturation d'idées.

¹⁴ <http://oksigenlab.eu/en>

¹⁵ <http://www.ethicalproperty.eu/>

¹⁶ <http://www.fundsforgood.eu/#!/landing>

¹⁷ <https://www.kbs-frb.be/fr/>

¹⁸ <http://www.beangels.eu/>

5.2 Collecte des données

Afin de collecter les informations nécessaires à la réalisation de ce mémoire, des entretiens semi-directifs ont été conduits en suivant une liste de thèmes et questions à aborder, mais Saunders et ses collaborateurs (2009) indiquent que cette liste peut varier en fonction du domaine de prédilection de l'intervenant ainsi que du contexte entourant l'entretien. Le guide d'entretien utilisé lors de chaque rencontre a été réalisé sur base des obstacles identifiés au cours de la première partie et peut être consulté en annexe de ce mémoire.

Chacune des entrevues a duré entre 40 minutes et une heure et s'est déroulée soit en tête-à-tête, soit via une conférence téléphonique. Afin de profiter pleinement des réponses émanant de la discussion avec l'intervenant, les entretiens ont fait l'objet d'un enregistrement audio.

Les données recueillies lors de ces entretiens représentent la principale source d'informations. Cependant, il peut être utile de réaliser une triangulation des données en collectant des données supplémentaires afin de renforcer ces données primaires (Saunders, Lewis & Thornill, 2009). C'est dans cette optique que nous avons participé à une conférence sur l'entrepreneuriat social, organisée au sein des bureaux de Triodos. Nous avons également consulté des sites internet, des rapports publics ainsi que les différents documents fournis par les acteurs interrogés.

5.3 Analyse des données collectées

Nous avons parcouru les différentes retranscriptions d'entretiens en mettant en évidence les éléments importants partagés par les intervenants, en les rassemblant par obstacle comme indiqué dans le guide d'entretien. Nous les avons enfin résumés dans un tableau.

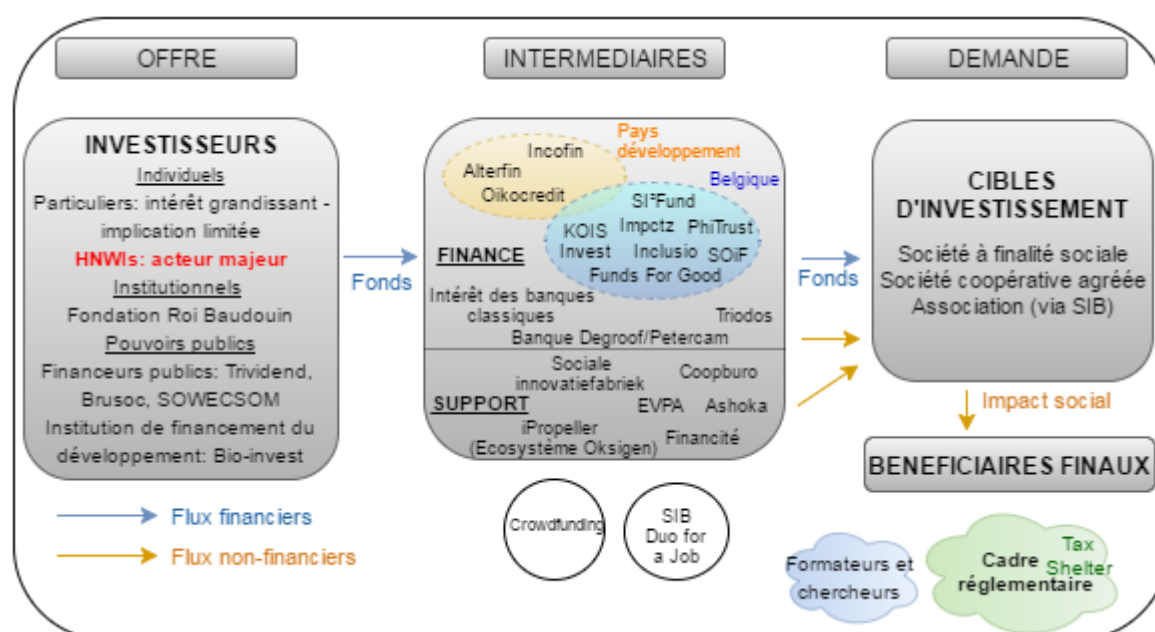
Afin de tirer des conclusions de ces entretiens, nous avons tenté de mettre à l'essai les propositions théoriques émises à la fin de la première partie. En effet, comme le conseillent Saunders et ses collaborateurs (2009), nous avons cherché à justifier les différences identifiées entre les discours des intervenants ainsi qu'entre les concepts théoriques et les interviews. Par exemple, nous avons mis en contexte les discours recueillis par les différents intervenants en tentant de prendre en considération la formation de chacun ainsi que le rôle qu'il joue dans l'écosystème, ce qui peut considérablement influencer son opinion sur la problématique.

Un des éléments fondamentaux de cette étude est l'analyse de l'*impact investing* en Belgique. Dans le chapitre suivant, nous allons tenter de dresser l'état des lieux dans ce pays. Cette description de l'écosystème est réalisée de manière non exhaustive et selon notre compréhension, acquise à la suite des différentes discussions avec les intervenants.

Chapitre 6 : État des lieux en Belgique

Comme nous l'avons relevé précédemment, le contexte dans lequel l'*impact investing* se développe varie d'un pays à l'autre et influence considérablement le rôle potentiel qu'il peut jouer dans la société. Dans ce chapitre, nous allons nous concentrer sur les particularités de la Belgique pour tenter de dresser, de la manière la plus exacte possible, l'écosystème de l'*impact investing* dans ce pays. La figure ci-dessous, réalisée sur base du schéma développé dans la première partie et en fonction de notre compréhension de l'écosystème, met en évidence les principaux éléments de cette analyse.

Figure 7: L'état des lieux de l'écosystème de l'*impact investing* en Belgique



Source : sur base des entretiens menés

6.1 Cadre réglementaire des entreprises sociales

En Belgique, il n'y a pas de définition officielle ou communément acceptée d'une entreprise sociale, qui reflète l'adoption par des organismes sans but lucratif d'activités marchandes et d'un esprit entrepreneurial. La terminologie diffère également en fonction de la région dans laquelle on se trouve. En Wallonie, le concept d'économie sociale est souvent utilisé. De plus, les auteurs d'un rapport rédigé par la Commission européenne (2014) constatent que le concept d'entreprise sociale commence à attirer l'attention des médias, investisseurs et intermédiaires.

Selon Mertens (2010), les entreprises sociales en Belgique peuvent choisir entre trois formes juridiques principales : l'association, la société coopérative et la société à finalité sociale. Dans le tableau ci-dessous sont présentées les principales caractéristiques de chaque forme :

Figure 8: Principales caractéristiques des formes juridiques de l'entreprise sociale

	Association	Société à finalité sociale	Société coopérative agréée
Activité	Non commerciale ou commerciale accessoire	Commerciale	Commerciale
Finalité	Non lucrative	Non lucrative	Avantage économique ou social pour les membres
Rémunération du capital	/	Limitée à 6 %	Limitée à 6 %

Source : adapté de « La gestion des entreprises sociales », Mertens, 2010

Sur le plan légal, le statut de société à finalité sociale, détaillé en annexe, a été créé en 1995 en vue d'intégrer de manière équilibrée et cohérente les objectifs financiers et sociaux des entreprises. Ce statut légal transversal transcende les frontières des diverses formes légales et peut être adopté par tous types d'organisations pour autant qu'elles se conforment à des critères prédéfinis (Commission européenne, 2014). Ce n'est donc pas une forme alternative de société, mais une caractéristique que peuvent adopter les sociétés commerciales.

Ces sociétés ont choisi d'introduire dans leur statut des conditions supplémentaires qui précisent notamment qu'elles ne sont pas destinées à l'enrichissement de leurs membres, que la finalité sociale doit être définie précisément, et qu'un rapport décrivant la manière utilisée pour réaliser leur but social doit être rédigé annuellement (Service Public Fédéral Belge, 2016). En cas de rémunération des associés, la société à finalité sociale doit respecter la limitation de 6 % prévue par la loi. D'après les auteurs du rapport rédigé par la Commission européenne (2014), ce statut légal n'est pas largement utilisé. Les compétences relatives à l'économie sociale ayant été transférées de l'État fédéral aux Régions et Communautés à la suite de la 6^e réforme de l'État en 2014, ce statut pourrait subir des modifications.

6.2 Investisseurs

Selon SAW-B (2013), la fédération d'économie sociale, les fondations belges devraient analyser les nouveaux dispositifs utilisés par la philanthropie, en ce compris l'*impact investing*. Mertens (2010) prédit un changement de comportement des investisseurs traditionnels et, en particulier des fondations, car l'auteur constate qu'elles optent progressivement pour des investissements plutôt que leurs donations traditionnelles. Elles s'orientent vers la VP en fournissant à l'entreprise un accompagnement non financier en plus du simple apport d'argent.

En ce qui concerne les outils innovants développés en Belgique, qui permettent le financement à long terme des entreprises sociales, nous avons identifié les plateformes de *crowdfunding*, en plus du SIB belge, qui permettent de rendre l'investissement social accessible aux particuliers.

D'après une étude menée par KPMG (2014), les montants rassemblés en Belgique grâce au financement participatif traditionnel ont connu une augmentation de 80 % en un an et ce pourcentage devrait augmenter dans le futur. Au niveau du marché social belge, plusieurs initiatives telles que Socrowd proposent des investissements vers des entreprises sociales. D'autres en revanche se limitent pour le moment à un système de donation et récompense. C'est le cas de la plateforme Gingo ainsi que OksigenCrowd, développée au sein de l'écosystème Oksigen (Le Soir, 2015).

D'après les différents intervenants interrogés dans le cadre de ce mémoire, les investisseurs impliqués en Belgique se limitent pour le moment à des financeurs privés, qui peuvent se permettre d'investir des montants considérables.

6.3 Initiatives de soutien public

Les pouvoirs publics belges sont engagés dans le soutien des entreprises sociales. Comme nous l'avons décrit dans la première partie de ce mémoire, ils jouent un rôle de régulateurs et de financeurs. Il existe en effet de nombreuses initiatives et programmes de soutien public.

Dans le domaine qui nous intéresse, on peut par exemple mentionner le premier SIB belge, issu d'un partenariat entre Actiris, l'agence bruxelloise pour l'emploi, l'association « Duo for a Job » et des investisseurs sociaux réunis par Koïs Invest (EVPA, 2014). Ce projet vise à réduire le chômage chez les jeunes diplômés issus de l'immigration en amenant une personne retraitée à encadrer un jeune dans sa recherche d'emploi. Ce dernier bénéficie de l'expérience et du réseau de son accompagnateur. Fondé sur le principe du SIB, ce projet a été financé par plusieurs investisseurs intéressés et prêts à prendre le risque. En cas de réalisation des objectifs, ils sont remboursés de leur investissement avec un taux de rendement de 4 % grâce au paiement effectué par Actiris (Huens, 2014).

De plus, il existe trois sociétés publiques d'investissement qui sont habilitées à prendre des participations dans des entreprises sociales : la SOWECSOM en Wallonie, Trividend en Flandre et BRUSOC à Bruxelles (Mertens, 2010).

Une nouvelle mesure fiscale a été mise en place en vue d'orienter les investissements vers les petites sociétés débutantes et donc certaines entreprises sociales. Le *tax shelter* est un incitant qui permet aux investisseurs « personnes physiques » de bénéficier d'une réduction d'impôt de 30 % ou 45 % du montant investi à condition que l'investisseur et la société respectent certaines

conditions. Le but de cette mesure est d'encourager les investisseurs particuliers à orienter leur épargne vers l'économie réelle (Service Public Fédéral Finances, n.d.).

6.4 Intermédiaires

Dans la catégorie des intermédiaires financiers se trouvent les fonds d'investissement, les banques durables et les banques classiques, qui commencent à montrer de l'intérêt dans le secteur. Nous avons également opéré une distinction, sur base de notre compréhension, entre les fonds d'investissement soutenant des entreprises sociales majoritairement belges ou portant leur attention plutôt sur les pays en voie de développement.

Au sein de la catégorie des intermédiaires de support, nous retrouvons les différents réseaux mettant en relation les entrepreneurs sociaux et les investisseurs ainsi que les conseillers et incubateurs qui accompagnent les entrepreneurs sociaux dans l'amélioration de leur impact social ou dans leur recherche d'investisseurs, par exemple (Académie des Entrepreneurs Sociaux, 2015). De plus, les formateurs et chercheurs jouent un rôle important dans l'écosystème.

Chapitre 7 : Présentation des résultats

Les résultats obtenus à l'issue des différents entretiens menés vont être repris dans ce chapitre au travers des six obstacles débattus. En fin de chapitre, nous aborderons les obstacles supplémentaires, non repris dans notre guide d'analyse, mentionnés par les personnes interrogées. En annexe se trouve un tableau reprenant de manière synthétique l'avis des intervenants sur chaque obstacle, qui a été créé afin de mieux visualiser les différents avis et ainsi permettre la discussion, qui fera l'objet du chapitre suivant.

7.1 Règlementation inadéquate

Cette section regroupe les questions portant, d'une part, sur l'adéquation des formes légales des entreprises sociales en Belgique et, d'autre part, sur les réglementations existantes qui ont un impact sur l'engagement de certains investisseurs envers ce type d'investissement.

7.1.1 L'intervention des législateurs

Le premier intervenant, Serge Raicher, estime que le secteur de l'*impact investing* est émergent et se trouve dans une phase d'essai de ce qui fonctionne ou non. Ce n'est pas en régulant davantage le secteur que le marché se développera. Il est conscient qu'en pratique, comme dans tout domaine, il est nécessaire d'établir des garde-fous afin d'éviter des dérives, mais il redoute néanmoins l'effet que l'intervention des législateurs pourrait avoir sur l'enthousiasme des entrepreneurs sociaux. En effet, ces derniers pourraient se trouver découragés suite aux nombreuses contraintes ajoutées (formalités, obligations...) malgré une idée qui se veut à la base prometteuse. Selon lui, il serait intéressant d'adapter la loi afin de stimuler l'offre d'investissement, mais les législateurs risquent de faire plus de tort que de bien.

Alex Houtart illustre l'effet négatif d'un encadrement trop contraignant en évoquant l'exemple du logement social en Belgique, soumis à des différences de réglementation entre régions. En effet, il considère que la Wallonie a tendance à vouloir trop encadrer, à l'inverse de la Flandre. Ils ajoutent des incitants contreproductifs en protégeant de manière excessive les bénéficiaires de ces services, ce qui est défavorable pour les investisseurs. Par conséquent, cela rend le logement social essentiellement du ressort public alors que favoriser l'intervention privée permettrait de doubler les sources de financement et donc l'impact engendré.

Au sein de l'EVPA, Elinor de Pret a justement pour rôle de créer un espace de dialogue avec les pouvoirs publics. Comme pour tout secteur qui atteint une taille critique, des

règlementations apparaissent pour l'encadrer et, selon elle, si l'État continue à réglementer le secteur, des dialogues sont nécessaires au préalable afin que les mesures adoptées ne freinent pas le développement. L'*impact investing* ne doit selon elle pas prendre le relais de l'État dans le domaine de l'aide sociale, mais venir compléter son action, à l'aide de partenariats hybrides. Elle évoque par exemple l'existence en France d'une garantie pour les fonds d'*impact investing*. L'EVPA est d'ailleurs occupée à établir une cartographie des initiatives présentes dans plusieurs pays européens afin d'en extraire les pratiques concluantes et de s'en inspirer pour les autres pays. Les fonds solidaires français « 90-10 »¹⁹ sont, selon elle, une manière d'impliquer le petit épargnant, et de telles initiatives développées à l'étranger doivent être analysées en Belgique.

Xavier Declève pense quant à lui que l'*impact investing* est davantage confronté à un problème de mentalité que de réglementation en Belgique. Selon lui, il est toujours possible de trouver le système adapté pour mettre en place une idée à partir du moment où l'envie d'entreprendre est présente.

Elinor de Pret pense qu'il est nécessaire d'instaurer des incitants à investir dans l'*impact investing* à l'image du *social investment tax relief* en Angleterre afin de débloquent des fonds, car il n'en existe actuellement que pour les donations. Au niveau des incitants fiscaux dans le domaine, Nicolas Crochet estime qu'il n'y en a aucun et regrette surtout le fait que Funds For Good soit par exemple taxé sur les donations qu'ils octroient. Piet Colruyt pense qu'il y a une dynamique positive en Belgique, en ce compris la récente apparition du *tax shelter*.

7.1.2 Les formes légales des entreprises sociales

Plusieurs intervenants confirment avoir rencontré des difficultés liées aux formes légales des entreprises en Belgique. Piet Colruyt a par exemple été confronté à ce problème dans le cadre de son activité au sein de SI²Fund. Ils étaient intéressés par le projet prometteur d'une organisation opérant dans les restaurants sociaux. Cependant, le CPAS, partenaire important de cette organisation sans but lucratif, n'était pas en faveur d'une modification de la forme de l'entreprise, ce qui était nécessaire afin de rétribuer SI²Fund à un taux acceptable. La solution acceptée par le CPAS était l'adoption d'une forme de coopérative via laquelle l'entreprise peut

¹⁹ Les fonds « 90/10 » sont des investissements solidaires français qui investissent « pour 90% en ISR et pour 10% dans des entreprises non cotées à forte utilité sociale » (Le portail de l'Economie et des Finances, 2016).

distribuer 6 % par an aux actionnaires, mais, en cas de perte une année, il n'est pas permis de reporter la distribution à l'année suivante.

Ce fonctionnement n'est pas adapté à l'*impact investing*, car les projets sociaux ciblés représentent un risque élevé, en particulier au cours des premières années. Les investisseurs doivent réclamer un pourcentage supérieur aux 6 %, imposés par cette forme de société, dans le but d'obtenir un rendement financier acceptable sur l'ensemble des investissements du portefeuille. Selon lui, la législation n'est pas adaptée pour une entreprise sociale, qui aurait pour but de maximiser le profit de l'actionnaire tout en ayant un objectif social. Actuellement, la législation est agencée de telle sorte que la redistribution des profits doit être dans le but d'améliorer l'entreprise. Le problème serait peut-être lié aux soucis de terminologie entre économie sociale et entreprise sociale.

Un autre intervenant, Alex Houtart, souligne également la façon dont le statut d'entreprise à finalité sociale a été réglé en Belgique. Selon lui, ce statut ne tient pas compte de la réalité du terrain. C'est la raison pour laquelle il n'est pas fort utilisé dans notre pays. Ce statut se base sur le modèle de la coopérative, cela implique d'une part beaucoup de formalités à respecter pour obtenir ce statut. D'autre part, la limite de distribution à 6 % les empêche de se tourner vers les organismes de *private equity*, par exemple, lorsqu'elles lèvent des fonds dans le but de changer d'échelle. En effet, ce type d'investisseurs exigent un rendement élevé, car ils sont conscients qu'il y aura une grande proportion d'échecs.

7.1.3 L'engagement des fondations

Concernant le manque d'engagement des fondations, les intervenants ne justifient pas cela par des problèmes règlementaires. Alex Houtart qualifie de symptomatique le cas des fondations, car elles ont du mal à sortir de leur analyse traditionnelle. En effet, elles disposent de deux types de budgets : un budget de donation pour lequel elles n'attendent pas de rendement et un budget de placement pour lequel elles ne veulent prendre aucun risque. L'*impact investing* se situe entre les deux et n'a donc sa place dans aucun des deux budgets. Il a créé en partenariat un fonds qui pourrait justement changer cette façon de penser en proposant aux fondations d'investir en *first-loss capital*²⁰ afin d'encourager l'investissement d'autres acteurs. Un changement de mentalité est néanmoins nécessaire si l'on veut promouvoir ce type de

²⁰ Le *first-loss capital* est un type de financement fourni par un investisseur qui accepte de supporter les premières pertes de l'activité de l'entreprise afin d'en améliorer profil risque-rendement et de susciter la participation d'autres investisseurs qui n'auraient pas participé sans l'apport de ce capital (Bouri & Mudaliar, 2013).

mécanisme, car les fondations pourraient se demander pourquoi elles n'ont pas droit à un rendement alors que d'autres bien pour le même projet.

Lors d'une levée de fonds avec SI²Fund, Piet Colruyt a également constaté que les fondations n'étaient pas encore prêtes à s'engager en Belgique. Il met en parallèle cette situation avec une fondation aux Pays-Bas, qui s'est engagée dans SI²Fund, car elle a compris que l'*impact investing* était important. Des collaborations qui fonctionnent bien comme celle-là peuvent rendre ce type d'investissement attractif aux yeux des autres fondations.

La FRB désire se lancer dans l'*impact investing*, nous a confié Xavier Declève, et se renseigne prudemment étant donné son manque d'expérience dans le domaine. Cet intervenant est d'avis que l'*impact investing* doit faire partie d'une stratégie de diversification. Serge Raicher estime que les fondations sont équipées pour s'engager dans l'*impact investing* de par leurs réseaux, les fonds dont elles disposent, les conseillers...

7.1.4 L'engagement des investisseurs particuliers

En ce qui concerne l'engagement des investisseurs particuliers dans ce type d'investissement, Piet Colruyt a constaté leur engouement à plusieurs reprises, mais il estime que le domaine est encore trop expérimental et risqué pour ce type d'investisseurs. Au sein de l'écosystème dont SI²Fund fait partie, une plateforme de *crowdfunding* a été créée pour ces investisseurs, mais uniquement sous la forme de donations ou de récompenses. Il a un avis assez mitigé sur les initiatives telles que MyMicroInvest, adoptant un modèle de financement participatif en capital, qui peuvent représenter un danger pour le développement de l'*impact investing* en cas d'échec. En effet, les investisseurs particuliers peuvent ne pas être sensibilisés au risque de non-remboursement. Xavier Declève partage les doutes formulés au sujet du *crowdfunding*, car il craint la réaction du public si certains projets échouent.

Lieven Vandeputte pense que des initiatives comme Bolero Crowdfunding, une plateforme qui finance actuellement plutôt des start-ups et pas encore des entreprises sociales, peuvent être appelées à occuper une place dans l'*impact investing* au fur et à mesure que les instruments de *crowdfunding* se développent.

Plusieurs intervenants ont évoqué la nouvelle législation européenne EuSEF. Xavier Declève estime qu'il y a eu un problème de communication à ce sujet, car on n'a pratiquement pas parlé de cette avancée réglementaire en Belgique et l'adoption est assez lente en Europe. À l'heure

actuelle, aucun gestionnaire d'EuSEF de droit belge n'est enregistré. Pourtant, ce nouveau label pourrait permettre de stimuler l'engagement vu que le seuil minimum est abaissé à 100.000 €.

Guy Herssens explique que l'offre d'*impact investing* au sein de Triodos est limitée aux clients de services bancaires privés et HNWI's. Il est actuellement impossible de l'ouvrir au grand public malgré une demande élevée des clients particuliers. La réglementation à ce niveau est très contraignante, car il faudrait créer une nouvelle structure adéquate en Belgique (coopérative) comme l'ont fait Alterfin, Incofin et Oiko. Cela n'est pas avantageux, car il n'est pas possible d'automatiser l'offre de conseil et donc de profiter des économies d'échelle.

Selon Xavier Declève, il faut dans un premier temps limiter l'*impact investing* aux investisseurs avertis, car c'est un secteur à risque qui a des problèmes de liquidité. En effet, si ce type d'investissement est amené à jouer un rôle aussi important que prévu dans la réponse aux enjeux sociaux, la collecte de l'épargne à grande échelle sera nécessaire à un moment donné et il ne faut donc pas décourager ces investisseurs à ce stade préliminaire. À l'heure actuelle, Serge Raicher pense que le secteur a besoin de l'engagement d'investisseurs responsables et conscients de leurs agissements avant qu'un certain *business model* ne se mette en place. Les investisseurs particuliers disposent de l'ISR et il n'est pas encore temps de les impliquer au-delà.

7.2 Débats autour de la mesure de l'impact

Piet Colruyt estime que ce n'est pas le débat le plus important, mais il constate que c'est un sujet souvent abordé par les consultants qui travaillent dans le domaine. Au sein de SI²Fund, la méthodologie SROI est utilisée pour identifier les parties prenantes de l'entreprise. Cet intervenant pense qu'il est surtout important de discuter avec les entrepreneurs et de s'accorder sur ce qu'on veut mesurer, mais que le résultat final de ce processus importe peu. Alex Houtart souligne également l'importance du compromis entre les différentes parties à propos des objectifs à atteindre afin que tous les utilisateurs aient confiance dans les indicateurs. Il prône des indicateurs qui ne font plus l'objet de discussion afin d'éviter de perdre du temps inutilement. De plus, il préfère des indicateurs globaux plutôt qu'adaptés au projet.

Pour PhiTrust, l'élément clé est la mesure de l'impact. Les critères sont déterminés au cas par cas et de manière consensuelle à la suite d'une discussion avec l'équipe dirigeante. Ils tentent néanmoins de ne pas utiliser de processus trop sophistiqué qui nécessiterait des indicateurs coûteux et peu compréhensibles pour la société.

Elinor de Pret est consciente que la mesure d'impact est un vrai défi, mais c'est la nature de l'*impact investing* en partie à cause de l'horizon d'investissement. Elle a des craintes concernant les différentes méthodologies existantes, comme le SROI, car elle pense qu'en standardisant la mesure d'impact, le secteur risque d'attirer des investisseurs qui ne comprennent pas le principe et détériorent l'impact social. En plus du facteur temps qui pose problème, Serge Raicher parle du problème de comparabilité entre les secteurs. Il estime néanmoins que les investisseurs acceptent l'imperfection en matière de mesure d'impact sur le marché. Il est cependant conscient que les professeurs d'université et chercheurs peuvent être affectés par ce manque de rigueur. Serge Raicher pense que ce problème sera solutionné avec le temps et l'élaboration de lignes directrices, en convenant d'une certaine méthodologie, est d'un moyen d'y parvenir.

Certains secteurs bénéficient déjà d'outils standardisés comme celui de la microfinance. Lieven Vandeputte estime que les banques belges ne sont pas encore vraiment actives dans l'*impact investing* en raison du sous-développement des instruments de mesure d'impact qui rend ce processus trop coûteux pour les investisseurs traditionnels. En revanche, les banques sont régulièrement présentes aux divers événements organisés sur le sujet et font part de leur intérêt, en partie en réponse à la demande de leurs clients, mais ne trouvent pas encore le moyen de s'impliquer. Piet Colruyt pense qu'il ne faut pas convaincre les banques et les investisseurs institutionnels pour le moment, mais attendre quelques années d'avoir acquis plus d'expérience et se concentrer sur les financiers privés qui montrent de l'intérêt au secteur.

7.3 Manque d'antécédents fructueux

Alex Houtart a remarqué ce problème en particulier dans le cadre de son travail en *private equity*. Les entreprises supportées sont en démarrage et ne disposent également pas de *track record* du fait qu'elles se basent sur une idée innovante. Il illustre ce problème en évoquant le cas d'Oxymmo²¹, une entreprise active dans le réméré social accompagné, qui est confrontée à des difficultés dans sa recherche d'investisseurs, car il n'y a pas de *track record* en Belgique. Si un investisseur se renseigne sur le réméré social dans la littérature francophone, les seuls cas qui existent sont des cas de réméré d'origine commerciale en France. Par conséquent, non seulement ils souffrent d'une absence de *track record* positif, mais ils risquent de surcroît d'être

²¹ Oxymmo est une entreprise à finalité sociale qui aide les propriétaires qui ne parviennent plus à rembourser leur emprunt hypothécaire en rachetant leur maison ce qui permet à la famille en difficulté de continuer à l'habiter pendant 5 ans avec une faculté de rachat exclusive au même prix après ce délai. Les investisseurs obtiennent un retour financier de l'ordre de 3-4%.

assimilé négativement à des dérives observables en France. Elinor de Pret souligne l'importance des *case studies* en vue de solutionner ce problème.

En Belgique, les quelques entreprises actives sur le marché sont encore récentes et n'ont pas encore énormément d'expérience souligne Lieven Vandeputte. Il faut obligatoirement commencer par des échecs pour mieux comprendre comment fonctionner par la suite. Serge Raicher quant à lui ne voit pas ce problème d'un mauvais œil, car le nombre d'entreprises susceptibles de recevoir un investissement est limité en Belgique. Si de nombreux investisseurs s'intéressent soudainement à l'*impact investing*, l'argent risque d'être utilisé de la mauvaise manière avec, comme conséquence, un éclatement de la bulle au lieu d'un développement progressif.

Elinor de Pret met l'accent sur l'aspect expérimental du marché lié à cette absence d'antécédents. À ce stade, il est nécessaire d'attirer le bon type d'investisseurs, car si le projet ne fonctionne pas financièrement, les investisseurs ne seront pas déçus pour autant d'avoir pris part au projet. Prenons l'exemple du SIB belge dans lequel elle a notamment investi. Au terme de la première échéance de deux ans, Koïs Invest a recontacté les investisseurs en les prévenant qu'il existait un risque que le projet soit arrêté, car le gouvernement mettait un terme à son engagement. Les investisseurs ont choisi de faire de la philanthropie sur la dernière année, ce qui a envoyé un signal positif aux pouvoirs publics. Le SIB est, selon Serge Raicher, un investissement intéressant en vue d'être le relais de l'argent public, mais il est doté d'un profil de risque élevé et un taux de rentabilité faible. Dans sa phase expérimentale, ce type d'investissement doit donc cibler des investisseurs dont la motivation est en priorité sociétale.

7.4 Manque de liquidité

7.4.1 Marché secondaire

L'absence d'un marché secondaire est envisagée par plusieurs intervenants, qui confirment que les possibilités de sortie ne sont pas énormes.

Xavier Declève souligne l'importance de prévoir des stratégies de sortie pour PhiTrust, car leur but est de rendre les entreprises soutenues autosuffisantes. Il en existe plusieurs types. Un autre fonds d'*impact investing* avec des objectifs différents en termes de stade de développement peut prendre la place d'un fonds existant. Cet avis est partagé par Piet Colruyt, qui prévoit l'apparition de plus grands fonds au cours des prochaines années au vu du développement du marché. Ces investisseurs pourraient être intéressés par le financement du développement des

meilleurs investissements de SI²Fund, car ils ont pu prouver que leur *business model* fonctionnait. Cet intervenant insiste également sur la nécessité de pouvoir imaginer dès le début de la collaboration une possibilité de sortie de l'investissement. S'il n'en existe pas, SI²Fund n'investit pas dans l'entreprise. Inclusio, le fonds qui opère dans l'immobilier social, aimerait être listé d'ici cinq ans. Piet Colruyt pense que cela devrait fonctionner, car les rendements sont similaires aux taux du marché, le *business model* est commercialement viable et peu risqué. Une bourse de valeurs sociales est donc envisageable avec des rendements un peu plus faibles.

Elinor de Pret pense que ce type de problème est à mettre en lien avec le concept de *patient capital* ; il se règle à mesure que le secteur grandit jusqu'à obtenir une taille critique. Par exemple, des choses commencent à se mettre en place en Angleterre au niveau des SIBs.

D'après Alex Houtart, ce n'est pas tant un problème d'horizon d'investissement, car certains investisseurs impliqués sont intéressés par le *patient capital*. Ils ne cherchent pas spécialement des placements liquides, mais il est toujours rassurant de prévoir des situations de sortie. Dans certains contrats, des pactes d'actionnaires sont conclus afin de prévoir des fenêtres de liquidité. Cependant, cette situation est plus rare à envisager dans le *private equity*.

Guy Herssens indique que certains prospectus ne garantissent pas la liquidité. En effet, l'actif sous-jacent ne peut pas être liquidé à la demande comme il n'y a pas de marché.

Frédéric Ancion explique qu'il y a deux options à envisager au terme d'un investissement. Si aucune stratégie de sortie n'est proposée lors de la levée de fonds, Ethical Property rencontrera plus de difficultés dans sa recherche d'investisseurs. D'une part, Ethical Property s'engage à chercher de manière proactive d'autres investisseurs sans garantie de résultat et, d'autre part, la société peut de manière volontaire racheter ses propres parts si ses moyens le lui permettent.

Une autre piste pour engager les investisseurs particuliers est le *business model* développé par Funds For Good. Ils ont développé des produits de bonne qualité accessibles à tout investisseur, qu'ils commercialisent via des institutions réglementées. Ils reversent ensuite un pourcentage de leurs profits à leur fondation, qui octroie des prêts sans intérêt à des entreprises sociales. De la sorte, ils répondent à une demande de produit liquide et rentable tout en procurant un impact social. Ils évitent donc le problème de liquidité, qui empêche un nombre important d'investisseurs d'opter pour des produits purs d'*impact investing*.

7.4.2 Risque de *mission drift*

Il faut cependant garder en tête l'esprit philanthropique dans le développement de ces marchés financiers sociaux. En effet, Elinor de Pret souligne l'importance d'attirer le bon type d'investisseurs afin d'éviter un secteur social à deux vitesses où les meilleures entreprises seraient sélectionnées, mais celles nécessitant le plus de soutien seraient abandonnées.

Au cours d'une conférence organisée par BeAngels, Claire Munck a expliqué la difficulté pour ce type d'organisation de s'engager dans l'*impact investing*. En effet, la sortie d'un investissement traditionnel se déroule souvent par l'acquisition des actions par un grand groupe, ce qui est impossible au vu des caractéristiques de l'*impact investing* si l'on veut garantir et préserver l'aspect social. Elle reconnaît néanmoins qu'une partie des investisseurs chez BeAngels est intéressée par cette incidence sociale et ils essaient dès lors de penser à un moyen de s'engager.

7.5 Insuffisance d'intermédiaires liant l'offre et la demande

7.5.1 Le réseau bancaire

Une des caractéristiques clés de l'*impact investing*, soulignée par Alex Houtart, est la transparence. Cependant, la manière dont est organisée la législation bancaire ne permet pas d'offrir cette transparence. Outre le cas de Triodos, qui redirige 100 % des dépôts vers des activités à impact, il est impossible de savoir à quoi vont servir les fonds déposés en banque. Les banques traditionnelles doivent évaluer en permanence la meilleure manière d'investir leurs actifs, mais la transparence n'est pas encouragée dans ce système. Il faudrait donc adapter le milieu bancaire pour mieux orienter un euro vers l'investissement social.

Dans son rôle de recherche d'investisseurs en Belgique, Xavier Declève a également constaté que les banques ne jouaient pas efficacement leur rôle d'intermédiaires. Il y a d'une part de lourdes contraintes imposées par la banque pour qu'un fonds soit proposé aux clients (procurer un *track record*, des garanties, de l'information aux actionnaires, des actifs minimums...). D'autre part, les banques influencent directement le choix des clients vers un produit et peuvent donc évoquer des raisons qui empêcheraient leurs clients de se tourner vers l'*impact investing* comme des règles de diversification par exemple. Effectivement, les investisseurs se tournent le plus souvent vers PhiTrust via des placements privés que par l'intermédiaire de leur banque.

7.5.2 La promotion de l'*impact investing*

Selon Piet Colruyt, l'échange d'informations est nécessaire pour une intermédiation efficace. Malgré la concurrence que ce partage peut impliquer, iPropeller a par exemple collaboré avec Sociale innovatiefabriek, car il est nécessaire de créer des partenariats dans le but de faire profiter les entreprises sociales. Cet intervenant est également d'avis qu'un autre moyen de faciliter la liaison entre l'offre et la demande est la création d'un écosystème complet. BeeOdiversity a par exemple été supporté d'abord par le fonds Oya Seed et, en cas de réussite, un autre intervenant de l'écosystème, SI²Fund, peut financer le développement futur de l'organisation.

Cet aspect a également été abordé par Loïc van Cutsem qui évoque la volonté de créer un *one-stop-shop*, une sorte de guichet unique, auprès duquel un entrepreneur pourrait obtenir aussi bien une source de financement que de l'aide organisationnelle et technique adaptée à chaque étape du développement de l'entreprise.

Le regain d'attention portée par les universités réjouit Xavier Declève. Il pense également que l'organisation de conférences au cours desquelles des entrepreneurs sociaux raconteraient leur parcours peut permettre de faire tomber les barrières. Grâce à Pauline Verhaeghe, nous avons pu participer à plusieurs événements rassemblant à la fois des entrepreneurs sociaux et des investisseurs susceptibles de s'intéresser à l'*impact investing*. De telles initiatives permettent de sensibiliser les différents acteurs aux outils de financement hybrides.

Lieven Vandeputte considère qu'il existe un nombre important d'intermédiaires de soutien (accompagnement, coaching, information) en Belgique, mais ce n'est pas le cas pour les structures financières. Frédéric Ancion partage cet avis en soulignant le manque d'organisations qui permettent de trouver des investisseurs.

7.5.3 La combinaison de différentes sources de capital

Loïc van Cutsem a constaté que le marché belge était encore relativement immature et que l'émergence de sources de financement hybrides est nécessaire pour son développement. Les banques pourraient adapter leurs critères en n'exigeant pas de garantie personnelle ou en permettant des remboursements à plus long terme. Il faudrait combiner différentes sources de capital (donations, investissements privés et publics) en fonction des attentes en termes de risque, incidence sociale et rendement de chacun.

Comme le souligne Guy Herssens, les banques commerciales sont tenues par la loi de ne pas investir dans du capital à risque, car ils doivent protéger l'argent des épargnants. L'intérêt de combiner différentes sources de capital est de permettre par exemple à une banque d'octroyer un crédit à une entreprise suite à une prise de capital d'un investisseur privé dans cette entreprise.

7.6 Confusion autour de la terminologie

La plupart des intervenants ne considèrent pas ce problème comme un obstacle majeur au développement de l'*impact investing*. Cependant, Piet Colruyt précise que lors des conférences qu'il donne sur le sujet, il consacre une partie de son temps à clarifier la position de l'*impact investing* dans le spectre social, car il est important de faire la distinction notamment entre le *finance-first* et *social-first*. Serge Raicher ajoute que cette distinction dépend de l'attente des investisseurs, mais également du mode de rémunération des intermédiaires de financement. Il faut comprendre le système pour savoir où l'on se situe, nous confiait Elinor de Pret, mais les acteurs ne vont pas s'éloigner de ce type d'investissement uniquement à cause d'un manque de compréhension. Xavier Declève mentionne également la confusion fréquente entre l'*impact investing* et le *private equity* dans un pays en voie de développement (p. ex. le lancement d'une clinique dans un pays africain). D'après Xavier Declève, il n'est pas si évident de trouver des projets qui répondent exactement à la définition de l'*impact investing* en Belgique.

D'après plusieurs intervenants, ce sont davantage des questions théoriques qui ne posent pas de problème en pratique. Il existe en effet selon Piet Colruyt des pratiques différentes au sein même de l'*impact investing* comme l'illustrent la distinction entre *finance-first* et *social-first*, mais les deux visions sont bonnes. De plus, même si certaines initiatives ne sont pas considérées comme de l'*impact investing*, elles ont également un rôle positif à jouer sur la société. Par exemple, les fonds ISR sont importants selon Alex Houtart, car ils influencent les sociétés cotées qui sont désormais obligées d'établir des rapports de développement durable, d'être suivies par des ratings extrafinanciers, etc.

Selon Lieven Vandeputte, les entreprises se trouvent dans une phase de transition. Auparavant, elles exerçaient leur activité d'un côté et tentaient d'avoir un impact social de l'autre. Progressivement, elles essayent de chercher le lien entre cet impact social et leur activité principale afin d'intégrer les deux dimensions. La banque CBC doit par exemple utiliser ses produits, son expérience et son réseau pour développer des produits pour les populations défavorisées et pas uniquement donner de l'argent aux pauvres.

7.7 Problème culturel

Plusieurs intervenants ont mentionné un obstacle supplémentaire. Il affecte différents types d'acteurs et est engendré par certains problèmes de mentalité en Belgique.

7.7.1 Le rôle de l'État

Tout d'abord, nous remarquons qu'il existe des problèmes de mentalité au niveau des investisseurs. Selon Xavier Declève, certains Belges ne comprennent pas que l'on peut répondre à des enjeux sociaux par une démarche entrepreneuriale et opinent que c'est plutôt du ressort de l'État. Ensuite, ceux qui comprennent l'intérêt de la démarche entrepreneuriale se posent également la question de savoir s'il est normal de gagner de l'argent par le biais d'une entreprise sociale. Ce frein culturel conduit de nombreuses personnes désireuses de produire un impact social à faire des donations plutôt que de l'investissement.

Ensuite, la question du logement social a par exemple été abordée par Xavier Declève. Malgré la reconnaissance d'un énorme besoin en Belgique, il constate qu'il subsiste beaucoup de querelles à ce sujet, car les socialistes considèrent que c'est une compétence dont se charge l'État. Par conséquent, lorsqu'un privé présente un projet de logement social, peu de partenariats avec les pouvoirs publics se sont avérés concluants.

Elinor de Pret estime que l'Europe continentale est confrontée à une tradition philanthropique, car l'État garde son importance. Elle pense que le secteur privé ne doit pas prendre le rôle de l'État, mais venir l'accompagner.

Piet Colruyt constate que la vision de l'économie sociale est toujours bien présente en Belgique. En Angleterre, la culture des entreprises sociales est beaucoup plus ancrée. Il a remarqué qu'elles acceptent de rétribuer leurs actionnaires à un taux plus élevé, allant même jusqu'à 10 %, car la privatisation du secteur social est assimilée par la société dans ce pays. En Belgique, la situation est différente, car la sécurité sociale protège davantage les citoyens et certaines entreprises sociales ont estimé que réclamer un rendement de plus de 6 % s'apparentait à une attitude capitaliste.

7.7.2 La mentalité des entrepreneurs sociaux

Xavier Declève considère qu'il existe encore une mentalité de clocher en Belgique, car les entrepreneurs limitent souvent leur projet à leur propre échelle et ne désirent pas le répliquer ou s'associer à des projets existants. De plus, certains fondateurs éprouvent des difficultés à

s'entourer, car ils ne comprennent pas qu'entre la création et le développement d'une boîte, diverses compétences sont parfois requises.

Loïc van Cutsem a mentionné un problème similaire causé par un entrepreneur soutenu financièrement, mais dont les objectifs en termes de croissance différaient de ceux de SI²Fund. Depuis, ils tentent d'éviter pareille situation en renforçant les critères de sélection concernant les désirs de l'entrepreneur. En plus de l'étude du projet social, l'équipe dirigeante est analysée pour s'assurer qu'elle est prête à gérer une arrivée d'investisseurs et établir les besoins en termes de soutien du personnel.

Cet avis est partagé par Piet Colruyt, qui souligne l'importance d'un alignement entre les investisseurs et l'entrepreneur dès le début de la collaboration. Il nous a fait part également d'un problème de mentalité chez certains entrepreneurs, qui ne comprennent pas l'essence d'une entreprise sociale et que les investisseurs doivent être rémunérés pour le risque pris malgré l'aspect social. Cela empêche SI²Fund de financer certains projets pourtant prometteurs, car ces candidats sont éliminés au cours de la *due diligence*.

Chapitre 8 : Discussion

Dans cette section, nous allons comparer les informations recueillies d'une part dans la revue littéraire et d'autre part au cours des différents entretiens avec les acteurs sur le terrain.

Le premier sujet concerne les obstacles liés au cadre réglementaire. Tout d'abord, certains praticiens, tout comme les théoriciens, ont mentionné la présence d'un obstacle lié aux formes légales des entreprises. En effet, ils confirment avoir rencontré des difficultés en raison d'un système légal structuré sur base d'une dichotomie entre la philanthropie et la maximisation du profit, ce qui ne permet pas à l'investisseur d'être suffisamment rétribué par rapport au risque pris. La manière dont les autorités belges ont réglé le statut de l'entreprise à finalité sociale ne permettrait donc pas d'attirer les investissements. Ce constat n'est en revanche pas identifié par l'ensemble du panel interrogé. Le fait que les intervenants qui confirment cet obstacle aient été interrogés en leur qualité d'intermédiaires de financement est une source d'explication de cette divergence d'opinions. En effet, ils sont en relation directe avec la décision d'investissement et sont par conséquent susceptibles d'être davantage confrontés à pareille situation.

Ensuite, l'ensemble des intervenants s'accordent à dire que l'intervention des législateurs est inéluctable, comme pour tout secteur qui prend de l'ampleur. Cependant, ils émettent des doutes quant à la capacité des pouvoirs publics d'agir adéquatement, c'est-à-dire sans porter un frein au développement du marché. Effectivement, ils sont plusieurs à craindre des mesures qui ne prendraient pas en compte la réalité du terrain et décourageraient les entrepreneurs sociaux en rendant l'encadrement trop contraignant. Ils soulignent la nécessité d'un partenariat avec les pouvoirs publics. Il existe donc un consensus entre les visions théorique et pratique : les mesures politiques adoptées influencent considérablement le fait qu'un encadrement soit favorable ou non au développement d'activités d'*impact investing*.

Enfin, les entretiens effectués ont permis de nous rendre compte que les fondations belges ne s'impliquent pas de manière significative sur le marché, car elles n'en perçoivent pas encore l'intérêt ou n'ont pas encore trouvé le moyen de sortir de leur analyse traditionnelle, qui combine donations et investissements traditionnels. Cette vision empirique tranche avec la vision théorique dans laquelle ce manque d'engagement est attribué à des problèmes réglementaires. Ceci est tout à fait compréhensible, car la FRB est une des seules fondations de taille significative sur le territoire belge, ce qui contraste avec les pays étudiés dans le cadre théorique.

D'une manière générale, et contrairement à ce que nous avons relevé dans la revue littéraire, les intervenants ne pensent pas que les investisseurs institutionnels seront ou devraient être amenés à jouer un rôle dans un futur proche en Belgique. Par conséquent, les praticiens n'ont pas exprimé leur avis sur les différents obstacles pouvant poser problème à ces investisseurs. En effet, ils prônent un développement progressif du marché se traduisant par une augmentation qualitative plutôt que quantitative et nécessitant l'attraction du bon type d'investisseurs dans un premier temps. Ce point de divergence s'explique par le caractère expérimental du marché et le nombre limité d'entreprises pouvant absorber ce type de financement en Belgique.

En ce qui concerne l'implication des investisseurs particuliers, il existe un accord entre les praticiens et les théoriciens, qui confirment que ce type d'investisseurs représente un secteur de croissance important. Les intervenants interrogés pour cette partie pratique pensent que le *crowdfunding* sera amené à jouer un rôle important pour impliquer ces investisseurs, mais que l'*impact investing* est encore un domaine trop expérimental et risqué pour eux. Les deux parties ont également abordé le label EuSEF, envisageant le potentiel qu'il représentait en vue du développement du marché, et ce malgré sa lente adoption.

Venons-en à présent au second obstacle abordé. Le rôle essentiel joué par l'évaluation de l'impact est un point reconnu à la fois par les auteurs sur le sujet et par les praticiens. Un accord existe également sur l'importance de la discussion et du compromis entre les parties au cours de ce processus. À l'image de ce que nous avons identifié au cours de la revue littéraire, les intervenants ne partagent en revanche pas tous le même avis quant à l'approche à adopter, standardisée ou personnalisée, pour la mesure de l'impact. Ceci est tout à fait compréhensible au vu des débats qui existent à ce sujet. Selon plusieurs intervenants, les acteurs actuellement impliqués dans l'*impact investing* sont conscients des lacunes en matière d'évaluation d'impact et l'acceptent. Cet optimisme est surtout identifié chez les personnes interrogées, qui ont pour but de promouvoir le marché, mais nous n'avons pas recueilli l'avis d'investisseurs traditionnels, pour qui cet obstacle pourrait poser problème. En conclusion, la mesure de l'impact n'est pas identifiée par les acteurs belges comme un problème dominant contrairement à ce qui a pu être découvert au cours de notre recherche théorique.

Les problèmes en matière de liquidité identifiés dans la revue littéraire s'orientent dans le même sens que ceux identifiés par les praticiens. Les deux parties s'accordent à dire qu'une stratégie de sortie bien pensée est la clé d'un investissement réussi. En revanche, les praticiens insistent sur le fait que certains investisseurs ne réclament pas spécialement un investissement liquide

pour autant qu'une stratégie de sortie soit envisagée. Une des solutions proposées par les intervenants afin de garantir la liquidité des investissements retient notre attention : le *business model* développé par Funds For Good permet de proposer un produit liquide et rentable et rend donc l'*impact investing* plus accessible aux investisseurs particuliers. Au niveau des avancées du marché secondaire, la possible apparition d'une bourse de valeurs sociales en Belgique n'a été reprise que par un seul interlocuteur. Nous pouvons donc penser qu'elle n'est pas envisageable dans un avenir proche.

Les praticiens comme les théoriciens ont repéré des obstacles liés au manque d'efficacité de l'intermédiation financière. Certains acteurs de terrain ont illustré ce problème à l'aide d'un cas concret. Ils pointent du doigt le réseau bancaire qui n'oriente pas l'épargne des investisseurs vers l'*impact investing* pour diverses raisons. En revanche, les intervenants observent en pratique la présence de nombreux organismes destinés au soutien des entrepreneurs sociaux en Belgique.

Une divergence est repérée entre la revue littéraire et l'analyse empirique en ce qui concerne la confusion autour de la terminologie. En effet, les intervenants belges ne considèrent pas que cela constitue un obstacle au développement de l'*impact investing*. Selon eux, il s'agit davantage de questions théoriques, ne posant pas de problème en pratique. Bien qu'il soit important de comprendre le système, les acteurs ne vont pas s'éloigner de ce type d'investissement uniquement à cause d'un manque de compréhension. Le fait que le panel interrogé soit composé d'acteurs sur le terrain et non de chercheurs peut expliquer cette divergence d'opinions.

Au niveau des divergences en matière de terminologie, nous remarquons également qu'en Belgique l'accent est plutôt mis sur la recherche de l'impact social et non sur les contraintes financières. Les investisseurs concernés par ce secteur seraient dès lors plus *impact-first* que ce qui ressort de la revue littéraire, principalement réalisée sur base de sources anglo-saxonnes.

En outre, les praticiens ont souligné la présence d'un obstacle culturel que la revue de la littérature n'a pas permis d'identifier. Premièrement, le système de sécurité sociale est assez développé en Belgique et l'État est considéré comme principal fournisseur de services sociaux. Cela empêcherait la démarche entrepreneuriale visant une réponse aux enjeux sociaux, car certains ne comprennent pas la privatisation du secteur. Ce point de divergence semblerait dû aux particularités du pays qui fait l'objet de cette étude.

Nous pouvons constater que, d'une manière générale, l'*impact investing* devra faire face à des enjeux sensiblement différents de ceux identifiés à l'étranger en raison de sa récente apparition en Belgique ainsi que des caractéristiques du pays.

Conclusion

L'*impact investing* est un nouveau concept qui s'inscrit dans la démarche globale des investissements intégrant des considérations sociales et environnementales. Contrairement aux autres formes d'investissement qui font partie de cette finance sociale, l'*impact investing* requiert l'intentionnalité et la mesure de l'impact social en plus des rendements financiers. Différentes catégories d'actifs et thèmes sociaux sont proposés aux investisseurs.

Cette recherche est basée sur une revue littéraire de l'industrie émergente de l'*impact investing* à l'étranger ainsi que sur une série d'entretiens avec des acteurs du marché belge. À l'issue de ce travail de fin d'études, nous avons trouvé quelques éléments de réponse à la problématique observée ; « Quels sont les perspectives et obstacles au développement du marché de l'*impact investing* en Belgique ? »

Nous nous sommes tout d'abord intéressés à l'implication des investisseurs particuliers et institutionnels, qui est considérée par beaucoup comme la prochaine étape en vue de transférer l'*impact investing* d'un marché de niche à une forme courante d'investissement.

Plusieurs initiatives telles que les plateformes de *crowdfunding* et les bourses de valeurs sociales apparaissent aux quatre coins du monde en vue de rendre l'*impact investing* accessible au grand public. Parmi ces formes innovantes, quelques initiatives de financement participatif sont à dénombrer en Belgique. Cependant, la prudence est de mise, car le manque de protection des investisseurs via ces instruments pose encore problème et risque de freiner l'engouement de ces investisseurs en raison du caractère expérimental et risqué de ce marché.

Ensuite, les investisseurs institutionnels ne devraient pas être amenés à jouer un rôle prochainement en Belgique. En effet, un développement progressif du marché est recommandé, ce qui nécessite l'attraction d'investisseurs avant tout soucieux de l'impact social. Une augmentation précipitée du volume d'investissements risquerait de poser problème au vu de la présence limitée d'entreprises porteuses de projets en Belgique.

Ce mémoire confirme la présence de freins au développement tant mondial que belge. Cependant, en raison des caractéristiques propres à ce pays, les obstacles prédominants observés sont sensiblement différents de ceux identifiés à l'étranger. En Belgique, le cadre réglementaire, les problèmes de mentalité et les stratégies de sortie ont été reconnus comme problématiques. En revanche, les débats autour de l'évaluation de l'impact et la confusion

autour de la terminologie ne semblent pas affecter outre mesure les intervenants belges en comparaison avec la situation à l'étranger.

Certaines recommandations peuvent désormais être proposées aux acteurs belges engagés dans cette dynamique. Comme développé tout au long de ce travail, les pouvoirs publics jouent un rôle central à plusieurs égards. Tout d'abord, ils doivent encadrer le secteur. La réglementation relative aux statuts des entreprises sociales devrait être adaptée afin de mieux convenir aux investissements à impact. Pour ce faire, les pouvoirs publics devraient instaurer des dialogues avec les acteurs privés et s'inspirer des initiatives concluantes développées à l'étranger pour que les mesures prises correspondent à la réalité du terrain et qu'en émane un impact positif. Il serait également judicieux d'établir plus d'incitants fiscaux, à l'image du *tax shelter*, pour stimuler l'investissement.

De plus, les autorités publiques doivent poursuivre leur intervention à l'aide de financements publics directs. C'est le cas du SIB belge. Une attention particulière doit être portée sur l'attitude à adopter en cas d'échec de ces initiatives. En effet, les différentes personnes manifestant de l'intérêt pour l'*impact investing* doivent avoir des attentes réalistes et accepter d'éventuels échecs au cours du développement du secteur sans pour autant remettre en cause le concept.

La deuxième recommandation est de convaincre les fondations d'opter pour des investissements à la place de donations. Investir en *first-loss capital* représente une piste prometteuse afin de contrecarrer le caractère naissant du marché. Cela permettrait d'encourager l'investissement d'acteurs privés supplémentaires qui deviendraient alors intéressés par des opportunités d'investissement dotées d'un profil de risque-rendement, jusqu'alors trop élevé. Pour ce faire, les fondations doivent être sensibilisées aux bienfaits de la finance hybride. Un changement de mentalité apparaît dès lors nécessaire.

Par ailleurs, nous ne pourrions que recommander l'organisation plus fréquente d'événements permettant de mettre en relation les investisseurs et les porteurs de projet ainsi que des conférences permettant le partage d'informations concernant les *success-stories* afin de faire tomber les barrières.

Finalement, sensibiliser les acteurs du secteur social au concept de l'entreprise sociale serait l'ultime recommandation. Cette idée vise à solutionner le problème de mentalité que nous avons identifié dans ce mémoire et qui est propre à la Belgique. La démarche entrepreneuriale est à

mettre en lien avec la privatisation du secteur social et ces concepts devraient être mieux compris par les différentes parties, car ils représentent une solution en vue de gérer plus efficacement les enjeux sociaux.

À présent, il est nécessaire de mettre en évidence les limites de ce travail. En effet, les conclusions développées dans cette partie reposent sur un nombre restreint d'entretiens menés avec des acteurs du marché belge de l'*impact investing*. Ceux-ci nous ont fait part de leur avis subjectif sur le sujet. Malgré une triangulation de ces données, réalisée à l'aide d'autres sources, il faut rester prudent dans l'interprétation de ces entretiens. Par ailleurs, tous les types d'acteurs de l'écosystème n'ont pas été interrogés. C'est pourquoi il convient de considérer ce travail davantage comme une base de départ en vue de se faire une idée de l'état des lieux en Belgique.

Liste de référence

I. Articles scientifiques

- Azemati H., Belinsky M., Gillette R., Liebman J., Sellman A., & Wyse A. (2013). Social impact bonds: Lessons learned so far. *Community Development Investment Review*, 9(1), 23–34. Retrieved from <http://www.frbsf.org/community-development/files/social-impact-bonds-lessons-learned.pdf>
- Bammi, R., & Verma, A. (2014). Venture philanthropy: An emerging paradigm of venture capital. *Vilakshan, XIMB Journal of Management*, 11(2), 127–140.
- Brandstetter, L., & Lehner, O. M. (2015). Opening the market for impact investments: The need for adapted portfolio tools. *Entrepreneurship Research Journal*, 5(2), 87–107. doi:10.1515/erj-2015-0003
- Clarkin, J. E., & Cangioni, C. L. (2015). Impact investing: A primer and review of the literature. doi:10.1515/erj-2014-0011
- Evans, M. (2013). Meeting the challenge of impact investing: How can contracting practices secure social impact without sacrificing performance? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 138–154. doi:10.1080/20430795.2013.776260
- Glänzel, G., & Scheuerle, T. (2015). Social impact investing in Germany: Current impediments from investors' and social entrepreneurs' perspectives. *VOLUNTAS: International Journal of Voluntary and Nonprofit Organizations*. doi:10.1007/s11266-015-9621-z
- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2014b). 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
- Lyons, T. S., & Kickul, J. R. (2013). The social enterprise financing landscape: The lay of the land and new research on the horizon. *Entrepreneurship Research Journal*, 3(2). doi:10.1515/erj-2013-0045
- Mair, J., & 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
- Mendell, M., & Barbosa, E. (2013). Impact investing: A preliminary analysis of emergent primary and secondary exchange platforms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 111–123. doi:10.1080/20430795.2013.776258
- Moore, M.-L., Westley, F. R., & Brodhead, T. (2012). Social finance intermediaries and social innovation. *Journal of Social Entrepreneurship*, 3(2), 184–205. doi:10.1080/19420676.2012.726020
- Ormiston, J., Charlton, K., Donald, M. S., & Seymour, R. G. (2015). Overcoming the challenges of impact investing: Insights from leading investors. *Journal of Social Entrepreneurship*, 6(3), 352–378. doi:10.1080/19420676.2015.1049285

- Reeder, N., Colantonio, A., Loder, J., & 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
- Scarlata, M., & Alemany, L. (2012). Deal structuring in philanthropic venture capital investments: Financing instrument, valuation and covenants. *Entrepreneurship, Governance and Ethics*. doi:10.1007/978-94-007-2926-1
- Wood, D., Thornley, B., & Grace, K. (2013). Institutional impact investing: Practice and policy. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 75–94. doi:10.1080/20430795.2013.776256

II. Ouvrages

- Brandstetter, L., & Lehner, O. M. (2014). *Impact investment portfolios: Including social risks and returns*. Oxford: ACRN Oxford Publishing House.
- Bugg-Levine, A., & Emerson, J. (2011). *Impact investing: Transforming how we make money while making a difference*. San Francisco: Wiley, John & Sons.
- Clark, C., Emerson, J., & Thornley, B. (2015). *The impact investor: Lessons in leadership and strategy for collaborative capitalism*. United States: Jossey-Bass Inc.
- Guilhon, B., & Montchaud, S. (2008). *Le capital-risque : Mécanisme de financement pour l'innovation*. Paris: Lavoisier.
- Mertens, S. (2010). *La gestion des entreprises sociales*. Liège: Edipro.
- Rodin, J., & Brandenburg, M. (2014). *The power of impact investing: Putting markets to work for profit and global good*. Philadelphia: Wharton Digital Press.
- Salamon, L. M. (2014). *New frontiers of philanthropy: A guide to the new tools and new actors that are reshaping global philanthropy and social investing*. New York: Oxford University Press.
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students (5^e éd.)*. England: Prentice Hall.
- Wendt, K. (Ed.). (2015). *Responsible investment banking: Risk management frameworks, sustainable financial innovation and softlaw standards*. Cham: Springer International Publishing.

III. Rapports

- Académie des Entrepreneurs Sociaux. (2015). *Baromètre des entreprises sociales en Belgique*. Liège: Auteur. Retrieved from <http://www.academie-es.ulg.ac.be/administration/upload/barometre/Barometre2015FR.pdf>
- Balbo, L., Boiardi, P., Hehenberger, L., Mortell, D., Oostlander, P., & Vittone, E. (2016). *A practical guide to venture philanthropy and social impact investment*. Bruxelles: European Venture Philanthropy Association. Retrieved from <http://evpa.eu.com/wp-content/uploads/2016/01/A-Practical-Guide-to-VP-and-SI-29.01.2016.pdf>
- Boiardi, P., & Hehenberger, L. (2014). *A practical guide to planning and executing an impactful exit*. Bruxelles: European Venture Philanthropy Association. Retrieved from http://evpa.eu.com/downloads/start/?pdf=2014/11/EVPA_EXIT_STRATEGIES.pdf
- Bouri, A., & Mudaliar, A. (2013). *Catalytic first-loss capital*. New York: Global Impact Investing Network. Retrieved from <https://thegiin.org/assets/documents/pub/CatalyticFirstLossCapital.pdf>
- Commission européenne (2014). *A map of social enterprises and their ecosystems in Europe. Country report for Belgium*. Londres: ICF Consulting Services. Retrieved from <http://ec.europa.eu/social/keyDocuments.jsp?pager.offset=20&langId=en&mode=advancedSubmit&advSearchKey=socentcntryrepts>
- Drexler, M., & Noble, A. (2013). *From the margins to the mainstream, assessment of the impact investment sector and opportunities to engage mainstream investors*. Genève: World Economic Forum. Retrieved from http://www3.weforum.org/docs/WEF_II_FromMarginsMainstream_Report_2013.pdf
- Eurosif. (2014). *European SRI study*. Bruxelles: auteur. Retrieved from <http://www.eurosif.org/publication/european-sri-study-2014/>
- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). *Investing for social and environmental impact: A design for catalyzing an emerging industry*. Monitor Institute. Retrieved from http://www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/impact-investing/Impact_Investing.pdf
- Gajda, O., & Mason, N. (2013). *Crowdfunding for impact in Europe and the U.S.A.* Toniic. Retrieved from http://eurocrowd.org/wp-content/blogs.dir/sites/85/2013/12/20131220_ECN_Toniic_CrowdfundingForImpact.pdf
- Grabenwarter, U., & Liechtenstein, H. (n.d.). *In search of gamma: An unconventional perspective on impact investing*. Retrieved 5 May 2016, from http://socialventurefund.com/wp-content/uploads/2014/10/Grabenwarter_in-search-of-gamma.pdf
- Graham, B., & Anderson, E. (2015). *Impact measurement: Exploring its role in impact investing*. National Australia Bank. Retrieved from <https://www.communitycentressa.asn.au/documents/item/332>
- Harji, K., & Jackson, E.T. (2012). *Accelerating impact: Achievements, challenges and what's next in building the impact investing industry*. The Rockefeller Foundation. Retrieved

- from <https://www.rockefellerfoundation.org/app/uploads/Accelerating-Impact-Full-Summary.pdf>
- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2014a). *Mapping the social impact investing market in Germany: An overview of opportunities in the education space*. The Impact Investing Policy Collaborative. Retrieved from https://www.wiso.uni-hamburg.de/fileadmin/sozialoekonomie/bwl/social_investment/Mapping_the_Social_Impact_Investing_Market_in_Germany.pdf
- Huens, V. (2014). *“Social impact bonds”: Win-win ou marché de dupe?* Saw-B. Retrieved from http://www.saw-b.be/spip/IMG/pdf/a1403_sib.pdf
- Koh, H., Karamchandani, A., & Katz, R. (2012). *From Blueprint to Scale: The case for philanthropy in impact investing*. Monitor Institute. Retrieved from http://acumen.org/content/uploads/2013/03/From-Blueprint-to-Scale-Case-for-Philanthropy-in-Impact-Investing_Full-report.pdf
- KPMG. (2014). *Crowdfunding in Belgium*. Retrieved from <http://www.kpmg.com/BE/en/IssuesAndInsights/ArticlesPublications/Documents/Crowdfunding-brochure.pdf>
- Martin, M. (2013). *Making impact investible*. Impact Economy. Retrieved from <http://www.impacteconomy.com/download/Impact%20Economy%20-%202013%20-%20Making%20Impact%20Investible.pdf>
- Mudaliar, A., & Barra, L. (2015). *ImpactBase snapshot: An analysis of 300+ impact investing funds*. New York: Global Impact Investing Network. Retrieved from <https://thegiin.org/assets/documents/pub/ImpactBaseSnapshot.pdf>
- Ngoasong, M., Paton, R., & Korda, A. (2015). *Impact investing and inclusive business development in Africa: A research agenda*. The Open University. Retrieved from <https://www.open.ac.uk/ikd/documents/working-papers/ikd-working-paper-76.pdf>
- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, & A. Brandenburg, M. (2010). *Impact investments: an emerging asset class*. Washington D.C.: J.P. Morgan, The Rockefeller Foundation, Global Impact Investing Network. Retrieved from <https://thegiin.org/knowledge/publication/impact-investments-an-emerging-asset-class>
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE). (2015). *Social Impact Investment: Building the evidence based*. Paris: auteur. doi:10.1787/9789264233430-en
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE). (2011). *Trends and developments in the angel market around the world*. Paris: auteur. doi:10.1787/9789264118782-5-en
- Saltuk, Y., & El Idrissi, A. (2015). *Eyes on the horizon : The impact investor survey*. J.P.Morgan. Retrieved from <https://thegiin.org/knowledge/publication/eyes-on-the-horizon>
- Social Impact Investing Taskforce (SIITF) (2014a). *Impact investment: The invisible heart of the markets*. Retrieved from

<http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Impact%20Investment%20Report%20FINAL%5B3%5D.pdf>

Social Impact Investing Taskforce (SIITF) (2014b). *Measuring impact: Subject paper of the Impact Measurement Working Group*. Retrieved from <http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Measuring%20Impact%20WG%20paper%20FINAL.pdf>

Vaccaro, J. (2014). *Impact investing for everyone: A blueprint for retail impact investing*. Triodos Bank. Retrieved from <http://www.socialimpactinvestment.org/reports/Triodos-Bank-report-on-Impact-investing.pdf>

IV. Textes législatifs

Règlement n°346/2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens. *Parlement européen*, 17 avril.

Article 661 relatif aux sociétés à finalité sociale (1999). *Code des Sociétés*, 7 mai.

V. Sites Internet

Agence France Entrepreneur. (n.d.). *Le capital-risque*. Retrieved 5 August 2016, from <https://www.afecreation.fr/pid1617/le-capital-risque.html?pid=1617>

Bazzoni, L. (n.d.). *Claire Munck – BeAngels*. Retrieved 1 July 2016, from <http://www.jvmagazine.be/communaute/portraits/2643-claire-munck-beangels>

BNQ. (2015). *“Je veux prêcher la troisième voie”*. Retrieved 4 August 2016, from <http://bnq.lecho.be/investissement-durable/je-veux-precher-la-troisieme-voie/>

European Venture Philanthropy Association. (2014). *A Belgian première: a social impact bond to tackle unemployment in Brussels*. Retrieved 6 May 2016, from <http://evpa.eu.com/uncategorized/a-belgian-premiere-a-social-impact-bond-to-tackle-unemployment-in-brussels/>

Global Impact Investing Network. (n.d.). *What you need to know about impact investing*. Retrieved 3 March 2016, from <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#s1>

Jacob, M. C. (2015). *Social impact bonds*. Retrieved 4 August 2016, from <http://seif.org/en/2015/elinor-de-pret-on-social-impact-bonds/>

Le portail de l'Economie et des Finances. (2016). *La finance solidaire*. Retrieved 7 July 2016, from <http://www.economie.gouv.fr/facileco/finance-solidaire>

Le Soir. (2015). *OksigenCrowd, une nouvelle plateforme de crowdfunding dédiée aux entreprises sociales*. Retrieved 5 May 2015, from <http://www.lesoir.be/869455/article/economie/entrepreneuriat/2015-05-05/oksigencrowd-une-nouvelle-plateforme-crowdfunding-dediee-aux-entreprises-soci>

Mackenzie, S. (2006). Retrieved 7 July 2016, from <http://www.philanthropy-impact.org/inspiration/personal-stories/serge-raicher>

Service Public Fédéral Belge. (2016). *Société à finalité sociale*. Retrieved 20 June 2016, from http://www.belgium.be/fr/economie/economie_sociale/statut_juridique/societes_a_finalite_sociale

Service Public Fédéral Finances. (n.d.). *Tax shelter : Investir dans une entreprise qui débute*. Retrieved 1 August 2016, from http://finances.belgium.be/fr/particuliers/avantages_fiscaux/tax-shelter-%E2%80%93-investir-dans-une-entreprise-qui-d%C3%A9bute

Thésaurus de l'activité gouvernementale. (2016). *Fiche du terme: Obligation fiduciaire*. Retrieved 4 March 2016, from <http://www.thesaurus.gouv.qc.ca/tag/terme.do?id=8536>

World Wealth Report. (2016). *Global HNWI population and wealth expanded, but at a slower pace*. Retrieved 5 July 2016, from <https://www.worldwealthreport.com/Global-HNWI-Population-and-Wealth-Expanded>

VI. Conférences

Conférence sur l'entrepreneuriat social, organisée par Triodos, Ashoka et BeAngels à Bruxelles (Bureaux Triodos), le 11 mai 2016.

Table des matières des annexes

Annexe I : Article 661 du Code des Sociétés relatif aux sociétés à finalité sociale.....	I
Annexe II : Label EuSEF.....	II
Annexe III : Guide d’entretien.....	III
Annexe IV : Tableau synthétique présentant les résultats.....	IV

Annexe I : Article 661 du Code des Sociétés relatif aux sociétés à finalité sociale

« Les sociétés dotées de la personnalité juridique énumérées à l'article 2, § 2, [à l'exception des sociétés européennes] [et des sociétés coopératives européennes,] sont appelées sociétés à finalité sociale lorsqu'elles ne sont pas vouées à l'enrichissement de leurs associés et lorsque leurs statuts : <AR 2004-09-01/30, art. 17, 019; En vigueur : 08-10-2004> <AR 2006-11-28/35, art. 11, 033; En vigueur : 30-11-2006>

1° stipulent que les associés ne recherchent qu'un bénéfice patrimonial limité ou aucun bénéfice patrimonial;

2° définissent de façon précise le but social auquel sont consacrées les activités visées dans leur objet social et n'assignent pas pour but principal à la société de procurer aux associés un bénéfice patrimonial indirect;

3° définissent la politique d'affectation des profits conforme aux finalités internes et externes de la société, conformément à la hiérarchie établie dans les statuts de ladite société, et la politique de constitution de réserves;

4° stipulent que nul ne peut prendre part au vote à l'assemblée générale pour un nombre de voix dépassant le dixième des voix attachées aux parts ou actions représentées; ce pourcentage est porté au vingtième lorsqu'un ou plusieurs associés ont la qualité de membre du personnel engagé par la société;

5° stipulent, lorsque la société procure aux associés un bénéfice patrimonial direct limité, que le bénéfice distribué à ceux-ci ne peut dépasser le taux d'intérêt fixé par le Roi en exécution de la loi du 20 juillet 1955 portant institution d'un Conseil national de la coopération, appliqué au montant effectivement libéré des parts ou actions;

6° prévoient que, chaque année, les administrateurs ou gérants feront rapport spécial sur la manière dont la société a veillé à réaliser le but qu'elle s'est fixé conformément au 2°; ce rapport établira notamment que les dépenses relatives aux investissements, aux frais de fonctionnement et aux rémunérations sont conçues de façon à privilégier la réalisation du but social de la société;

7° prévoient les modalités permettant à chaque membre du personnel d'acquiescer, au plus tard un an après son engagement par la société, la qualité d'associé; cette disposition ne s'applique pas aux membres du personnel qui ne jouissent pas de la pleine capacité civile;

8° prévoient les modalités permettant que le membre du personnel qui cesse d'être dans les liens d'un contrat de travail avec la société perde, un an au plus tard après la fin de ce lien contractuel, la qualité d'associé;

9° stipulent qu'après l'apurement de tout le passif et le remboursement de leur mise aux associés, le surplus de liquidation recevra une affectation qui se rapproche le plus possible du but social de la société.

Le rapport spécial visé au 6° sera intégré au rapport de gestion devant être établi conformément aux articles 95 et 96. »

Annexe II : Label EuSEF

RÈGLEMENT (UE) N° 346/2013 DU PARLEMENT EUROPÉEN ET DU CONSEIL du 17 avril 2013 relatif aux fonds d'entrepreneuriat social européens

Article 3

Aux fins du présent règlement, on entend par: (...)

b) «fonds d'entrepreneuriat social éligible»: un organisme de placement collectif qui:

i) a l'intention d'investir au moins 70 % du total de ses apports en capital et de son capital souscrit non appelé en actifs qui sont des investissements éligibles, calculés sur la base des montants pouvant être investis après déduction de tous les coûts pertinents ainsi que des éléments de trésorerie et des équivalents de trésorerie détenus, dans un délai fixé dans ses statuts ou documents constitutifs;

ii) n'utilise pas plus de 30 % de la part totale de ses apports en capital et du capital souscrit non appelé pour l'acquisition d'actifs autres que des investissements éligibles, calculés sur la base des montants pouvant être investis après déduction de tous les coûts pertinents ainsi que des éléments de trésorerie et des équivalents de trésorerie détenus;

iii) est établi sur le territoire d'un État membre;

(...)

d) «entreprise de portefeuille éligible»: une entreprise qui:

i) à la date où elle fait l'objet d'un investissement par le fonds d'entrepreneuriat social éligible, n'est pas admise à la négociation sur un marché réglementé ou dans un système multilatéral de négociation au sens de l'article 4, paragraphe 1, points 14) et 15), de la directive 2004/39/CE;

ii) a pour objectif principal, en vertu de ses statuts ou de tout autre document constitutif de l'entreprise, de produire des effets sociaux positifs et mesurables, pour autant que l'entreprise:

— fournisse des biens ou des services à des personnes vulnérables, marginalisées, défavorisées ou exclues,

— utilise une méthode de production de biens ou de services qui soit la matérialisation de son objectif social, ou

— apporte un soutien financier exclusivement aux entreprises sociales telles que définies aux deux premiers tirets;

iii) utilise ses bénéfices, avant tout, pour atteindre son objectif social principal, conformément à ses statuts ou à tout autre document constitutif de l'entreprise, et aux procédures et règles prédéfinies qui y figurent, et qui déterminent les situations où des bénéfices sont distribués aux actionnaires et aux propriétaires pour faire en sorte que de telles distributions de bénéfices ne compromettent pas son objectif essentiel;

iv) est gérée de manière transparente et qui oblige à rendre des comptes, notamment par l'association de son personnel, de ses clients et des parties prenantes concernés par ses activités économiques;

Annexe III : Guide d'entretien

Selon les professionnels et les chercheurs dans le domaine, le marché de l'*impact investing* est promis à un fort développement dans les prochaines années. Quels sont, selon vous, les obstacles à ce développement en Belgique ? (*Question ouverte*)

En fonction des différents obstacles mentionnés, je vous demanderai votre avis sur les obstacles suivants qui ont été identifiés sur base d'une revue littéraire de l'*impact investing* à l'étranger. Si nécessaire, je vous poserai quelques sous-questions afin de guider la conversation.

- Confusion autour de la définition de l'*impact investing*

Sous-question :

Quels concepts-clés aborderiez-vous afin de définir l'Impact investing ?

Quels rendements financiers vos clients attendent-ils ?

- Problème de standardisation des moyens pour mesurer l'impact social

Sous-question :

Quelles confirmations du rendement social et environnemental de vos investissements désirez-vous ?

Quels outils sont utilisés pour mesurer et rapporter l'impact social en Belgique ?

- Absence d'antécédents, investissements réussis dans le passé (proven track record)

Sous-question :

Qui sont les investisseurs sur le marché de l'impact investing en Belgique ?

Comment les investisseurs institutionnels gèrent-ils leur obligation de résultat financier ?

- Absence de marché secondaire (manqué de liquidité)

Sous-question :

Comment les stratégies de sortie sont-elles mises en place (exit strategy) ?

- Système réglementaire inadéquat (forme légale des entreprises, etc.)

Sous-question :

Quels types d'instruments financiers sont utilisés pour soutenir les entreprises (investees) ?

La législation belge est-elle adéquate en ce qui concerne les entreprises sociales pour recevoir des supports financiers ? (Différence entre Wallonie et Flandre)

Les activités d'impact investing doivent-elles se conformer avec des réglementations qui limitent l'univers des placements potentiels ?

- Manque d'intermédiaires liant l'offre et la demande

Sous-question :

Les infrastructures de support au marché sont-elles suffisantes en Belgique ?

En général, de quelle taille sont les transactions d'impact investing ?

Annexe IV : Tableau synthétique présentant les résultats

Intervenants	Hypothèse 1 : Réglementation inadéquate
	1.1 Intervention des législateurs
S. Raicher EVPA	Une phase d'expérimentation est nécessaire afin de tester et de déterminer les meilleures pratiques. L'intervention des législateurs peut conduire au développement du marché, mais, à ce stade, il y a un risque qu'elle freine l'enthousiasme des entrepreneurs (malgré une idée prometteuse) et aie un effet négatif non-désiré sur le secteur.
A. Houtart Impctz	La réglementation trop contraignante en matière de logement social en Wallonie empêche l'intervention d'investisseurs privés à cause de mesures contre-productives visant à protéger de manière excessive les bénéficiaires des services sociaux.
E. de Pret EVPA	Au sein de l'EVPA, elle crée des espaces de dialogue avec les pouvoirs publics, qu'elle estime nécessaire afin que les nouvelles réglementations encadrant le marché ne freinent pas son développement.
X. Declève PhiTrust	Les problèmes réglementaires ont un impact moindre sur l'envie d'entreprendre que les problèmes de mentalité.
N. Crochet Funds For Good	Il n'y a pas assez d'incitants fiscaux dans le domaine. Funds For Good est par exemple taxé sur les donations que l'organisation octroie.
	1.2 Forme légale des entreprises sociales
P. Colruyt SI²Fund	Pour que l' <i>impact investing</i> fonctionne, un investisseur doit pouvoir être rétribué à un taux suffisant au vu du risque propre à un projet social. Cela est nécessaire afin que les rendements des investissements au sein d'un portefeuille s'équilibrent en termes de réussite et d'échec. La forme spéciale de coopérative existant en Belgique qui permet de rétribuer les actionnaires au taux de 6% n'est pas adaptée pour l' <i>impact investing</i> . Ce problème est peut-être lié à un manque de clarté relatif au concept de l'entreprise sociale.
A. Houtart Impctz	Le statut d'entreprise à finalité sociale, tel que conçu en Belgique, ne tient pas compte de la réalité du terrain et n'est pas largement utilisé. Il se base sur le modèle de la coopérative et la limite de distribution à 6% empêche l'investissement de certains types d'investisseurs.
	1.3 Engagement des fondations
A. Houtart Impctz	Les fondations ont du mal à sortir de leur analyse traditionnelle. Elles disposent de deux budgets (des donations sans rendement et des placements sans risque) et ne parviennent pas à y intégrer l' <i>impact investing</i> . Un investissement en <i>first-loss capital</i> peut être une solution pour les fondations afin de stimuler le marché.
P. Colruyt SI²Fund	Les fondations belges ne sont pas encore prêtes à s'engager sur le marché. Une fondation aux Pays-Bas a investi dans SI²Fund et cela pourrait encourager d'autres à suivre le pas.
X. Declève PhiTrust	La FRB désire se lancer et se renseigne prudemment étant donné son manque d'expérience dans le domaine.
S. Raicher EVPA	Les fondations disposent d'outils, de fonds et d'un réseau nécessaires afin de s'engager dans l' <i>impact investing</i> . Une participation même minime, dans le cadre d'une stratégie de diversification, constituerait déjà une grande avancée.
A.-C. Chevalier FRB	L'intervention des Etats a été affectée par la crise et le besoin de sources de financement privées se fait ressentir.
	1.4 Engagement des investisseurs particuliers
P. Colruyt SI²Fund	Il existe un engouement des investisseurs particuliers, mais le secteur est trop risqué et expérimental. Le <i>crowdfunding</i> sous forme de capital représente, en cas d'échec, un danger pour le développement du secteur, car les investisseurs concernés ne sont pas sensibilisés au risque de non-remboursement.
L. Vandeputte Cera	Lorsque les instruments de <i>crowdfunding</i> se développeront, il pourra occuper une place dans le financement des entreprises sociales.

X. Declève PhiTrust	La législation EuSEF pourrait être intéressante, mais peu de communication a été fait à ce sujet. L'adoption est lente en Europe et particulièrement en Belgique. Afin de répondre aux enjeux sociaux dans le futur, la collecte de l'épargne des investisseurs particuliers sera nécessaire et il ne faut donc pas les décourager à un stade préliminaire où des problèmes de liquidité sont fort présents.
G. Herssens Triodos	Les démarches à entreprendre en vue de rendre l' <i>impact investing</i> accessible aux clients particuliers sont trop contraignantes et coûteuses. Une nouvelle structure doit être créée en Belgique, ce qui limite les possibilités d'économie d'échelle.
S. Raicher EVPA	A l'heure actuelle, les investisseurs particuliers doivent se contenter des outils tels que l'ISR pour avoir un impact social et l' <i>impact investing</i> doit être réservé aux investisseurs avertis le temps que la phase d'expérimentation se poursuive.

Intervenants	Hypothèse 2 : Mesure de l'impact
P. Colruyt SI²Fund	Il est important de discuter avec les entrepreneurs et de s'accorder sur ce qu'on veut mesurer, mais le résultat final du processus (en l'occurrence SROI chez SI²Fund) importe peu.
X. Declève PhiTrust	Au sein de PhiTrust, les critères sont déterminés au cas par cas et de manière consensuelle à la suite d'une discussion avec l'équipe dirigeante. Les indicateurs utilisés doivent être compréhensibles et faciles à implémenter.
A. Houtart Impctz	Un compromis entre les différentes parties doit être trouvé au sujet des objectifs à atteindre. Le but est que tous les utilisateurs des indicateurs leur fassent confiance. Les indicateurs choisis devraient l'être en fonction d'une liste prédéterminée par un organisme de confiance afin de gagner du temps et devraient être globaux plutôt qu'adaptés au projet.
E. de Pret EVPA	En standardisant le secteur, le risque est d'attirer des investisseurs qui ne comprennent pas le principe et détériorent l'impact social.
S. Raicher EVPA	Il existe un problème de comparabilité entre secteurs et d'horizon de placement lorsqu'on envisage la mesure de l'impact. Les praticiens en sont conscients et l'acceptent, cela pose en revanche davantage problème aux académiciens. Il faut établir des lignes directrices à suivre pour mesurer l'impact.
L. Vandeputte Cera	Les banques ne sont pas encore actives en raison du sous-développement des instruments de mesure. Elles ne trouvent encore pas le moyen de s'impliquer.

Intervenants	Hypothèse 3 : Manque d'antécédents
A. Houtart Impctz	Il existe non seulement un manque d'antécédents (en raison de l'idée innovante et de la récente création de l'entreprise), mais certaines entreprises peuvent également souffrir d'une assimilation à un <i>track record</i> négatif.
E. de Pret EVPA	Les <i>case studies</i> sont très importants. L' <i>impact investing</i> est encore au stade de l'expérimentation et il est donc nécessaire d'attirer le bon type d'investisseurs. En cas d'échec financier, ces investisseurs ne seront pas déçus d'avoir pris part dans le projet étant donné leur motivation sociétale. Elle a observé ce cas dans le cadre de son engagement dans le SIB belge.
L. Vandeputte Cera	Il est nécessaire de commencer par des échecs pour mieux comprendre comment fonctionner par la suite. Les quelques entreprises actives sur le marché comme SI²Fund sont récentes et n'ont pas encore énormément d'expérience, mais cela arrivera avec le développement du marché.
S. Raicher EVPA	Il n'y a pas un nombre important d'entreprises capables d'absorber des fonds en Belgique. Ce n'est donc pas un problème que l'engagement soit limité au début. Le SIB est un moyen intéressant en vue d'utiliser efficacement l'argent public, mais il doit cibler des investisseurs dont la motivation est sociétale.

Intervenants	Hypothèse 4 : Manque de liquidité
X. Declève PhiTrust	Le but de PhiTrust est de rendre les entreprises soutenues autosuffisantes. Prévoir une stratégie de sortie est donc indispensable.
P. Colruyt SI²Fund	Des fonds d'investissement qui se concentrent sur des entreprises au stade de développement plus avancé peuvent se montrer intéressés par les meilleurs investissements de SI²Fund, ayant démontré la viabilité de leur <i>business model</i> .
E. de Pret EVPA	Il est nécessaire d'attirer le bon type d'investisseurs afin d'éviter un secteur social à deux vitesses où les meilleures entreprises seraient sélectionnées, mais celles ayant le plus besoin de soutien seraient abandonnées.
A. Houtart Impctz	Le placement à long terme, entraînant le manque de liquidité, ne dérange pas certains types d'investisseurs, mais il est indispensable pour eux de prévoir des situations de sortie. Etablir un pacte d'actionnaires peut être une solution.
F. Ancion Ethical Property	En général, ils envisagent deux options au terme d'un investissement : la recherche proactive d'un nouvel investisseur ou le rachat de leurs propres parts si les moyens de l'entreprise le leur permettent.
N. Crochet Funds For Good	Grâce à son <i>business model</i> innovant, Funds For Good offre à ses investisseurs un produit liquide et rentable pour investir tout en procurant un impact social.
C. Munck BeAngels	Malgré l'intérêt grandissant de leurs investisseurs, BeAngels ne peut pas encore s'engager dans ce secteur au vu des caractéristiques de l' <i>impact investing</i> et du risque de <i>mission drift</i> , car la plupart des sorties se produisent suite à l'acquisition des actions par de grandes entreprises.

Intervenants	Hypothèse 5 : Insuffisance d'intermédiaires
	5.1 Réseau bancaire
X. Declève PhiTrust	Les banques ne jouent pas efficacement leur rôle d'intermédiaire. Les investisseurs optent le plus souvent pour PhiTrust via des placements privés et pas par l'intermédiaire de leur banque. Les contraintes pour qu'un fonds soit proposé sont lourdes et les banques influencent le choix des clients vers un produit ou l'autre.
A. Houtart Impctz	La législation bancaire ne garantit pas la transparence nécessaire pour développer l' <i>impact investing</i> . Outre chez Triodos, le client ne sait pas à quoi vont servir les fonds déposés en banque. Il faudrait adapter ce milieu pour mieux orienter un euro vers l'investissement social, ce qui n'est pas encouragé par le système actuel.
	5.2 Promotion de l'<i>impact investing</i>
P. Colruyt SI²Fund	Les organisations (p. ex. de support) du secteur doivent collaborer entre elles dans le but de partager l'information. La création d'un écosystème complet et compétent peut aider à faciliter la liaison entre l'offre et la demande.
L. van Cutsem Oksigen Lab	L'écosystème Oksigen vise à créer un one-stop-shop adapté aux divers besoins de l'entreprises sociale (financement, support, réseau) à chaque étape de son développement.
P. Verhaeghe Ashoka	Ashoka organise différents événements qui permet aux entrepreneurs sociaux de raconter leur parcours et de leur présenter des investisseurs potentiels.
	5.3 Combinaison de différentes sources de capital
L. van Cutsem Oksigen Lab	Le marché belge est encore relativement immature et l'émergence de sources de financement hybrides est nécessaire pour son développement.
G. Herssens Triodos	La combinaison de plusieurs sources de capital permet à des investisseurs de s'engager sur le marché de l' <i>impact investing</i> en raison d'une diminution du risque.

Intervenants	Hypothèse 6 : Confusion autour de la terminologie
P. Colruyt SI²Fund	C'est un sujet souvent abordé lors des conférences sur l' <i>impact investing</i> . Il est important de faire la distinction entre <i>finance-first</i> et <i>social-first</i> mais les deux visions sont bonnes.
S. Raicher EVPA	Afin de distinguer les investisseurs <i>finance-first</i> des <i>social-first</i> , il faut analyser leurs attentes, mais également le mode de rémunération des intermédiaires.
X. Declève PhiTrust	Il existe une confusion fréquente entre l' <i>impact investing</i> et d'autres formes, comme le <i>private equity</i> dans un pays de développement durable, en fonction de la perception de chacun. Peu de projets répondent à la définition en Belgique.
A. Houtart Impctz	Même les initiatives qui ne sont pas considérés <i>impact investing</i> , comme l'ISR, ont une incidence sociale positive sur la société.
L. Vandeputte Cera	La responsabilité sociétale des entreprises est dans une phase de transition. Les entreprises tentent désormais d'intégrer l'impact social dans leur activité principale au lieu d'exercer une activité d'un côté et faire des dons de l'autre.

Intervenants	Obstacle 7 (supplémentaire) : Problème culturel
	7.1 Rôle de l'Etat
X. Declève PhiTrust	Les liens entre le secteur social et, à la fois, la démarche entrepreneuriale et la rétribution des investisseurs ne sont en général pas compris par le citoyen belge. Ils ont tendance à privilégier la donation à l'investissement social.
E. de Pret EVPA	L'Europe continentale est confrontée à une tradition philanthropique. Le secteur privé ne doit pas prendre le rôle de l'Etat mais venir l'accompagner.
P. Colruyt SI²Fund	La vision du secteur social est relativement différente en Belgique par rapport à des pays comme l'Angleterre. Cela a un impact sur le nombre d'entreprises sociales et les rendements des actionnaires.
	7.2 Mentalité des entrepreneurs sociaux
X. Declève PhiTrust	La Belgique est confrontée à une mentalité de clocher (envie limitée de développement et de partage). Créer et développer une entreprise exigent des compétences différentes et cela n'est pas toujours compris par les entrepreneurs.
L. van Cutsem Oksigen Lab	SI²Fund est parfois confronté à une inadéquation entre ses objectifs et ceux des entrepreneurs sociaux soutenus. Le processus de sélection est renforcé.
P. Colruyt SI²Fund	Les objectifs des investisseurs et de l'entrepreneur doivent être alignés dès le début de la collaboration. Certains entrepreneurs ne comprennent pas que les investisseurs doivent être rémunérés pour le risque pris.

Executive summary

Over the past few years, a new investment philosophy has appeared in the universe of social finance. Impact investing intends to obtain financial returns alongside with social impact. Investors direct funds in projects that create positive social or environmental outcomes and focus on the measurement of impact. Impact investing is seen as a potential solution to meet the ever increasing social needs of the populations in a period during which governments have fewer financial capabilities to do so.

However, its future development entails several challenges. Indeed, key issues emerge around the measurement of social impact, the liquidity of the instruments, the presence of track records and efficient intermediaries, the terminology confusion and whether or not the regulatory environment is enabling. The question also arises whether or not to involve retail and institutional investors on the market.

After describing the concept and the different stakeholders involved in the ecosystem, this master thesis, entitled "The perspectives and challenges to the development of the impact investing market in Belgium", analyses these challenges abroad and then identifies their importance in Belgium through interviews of professionals linked to the topic. The aim is to compare the theoretical and practical aspects and to provide a mapping of the current state of the Belgian market and its perspectives of development in the near future.

Keywords: Impact investing, Belgium, Social impact, Blended value, Social entrepreneur, Venture Philanthropy