

Louvain School of Management

**L'investissement d'impact : perspectives
et obstacles au développement de cette
méthode d'investissement en Belgique.**

Auteur : Nicolas Van Den Neste
Promoteur(s) : Yves De Rongé
Année académique 2019-2020.

Je tiens à remercier principalement mon promoteur de mémoire, le Professeur De Rongé, pour m'avoir suivi tout le long de ce processus d'écriture et pour avoir su répondre à mes questions et diriger ma réflexion.

Je remercie également mes interlocuteurs ; Maxime Desaive, Philippe Mauchard, Philippe Evrard, Olivier de Broqueville, François de Borchegrave, Bruno Colmant, Giuseppe Pagano et Aymeric Jung pour avoir accepté de s'entretenir avec moi et avoir répondu à mes questions de manière professionnelle.

Je voudrais remercier ma famille m'ayant soutenu et aidé durant toutes ces années.

Enfin, je tiens à remercier toutes les personnes et associations d'étudiants qui ont participé à faire de ces années une expérience fantastique. Plus particulièrement j'aimerais remercier Emma, Marie-Noële, Marc, Catherine, Baptiste et Aya pour leur aide et leurs conseils.

TABLE DES MATIERES

INTRODUCTION.....	1
CHAPITRE 1 : L’INVESTISSEMENT D’IMPACT : REVUE DE LITTERATURE	3
1.1. CONTEXTE GENERAL	3
1.1.1. Origine	3
1.1.1.1. Philanthropie d’entreprise	3
1.1.1.2. Investissement Socialement Responsable (ISR)	4
1.1.1.3. Environnement, Social et Gouvernance (ESG).....	6
1.1.1.4. Valeur Partagée – Modèle de Porter et Kramer	9
1.1.1.5. L’investissement d’impact	9
1.1.1.6. Différence entre ESG, ISR et Investissement d’impact	12
1.1.2. Définition	13
1.1.3. Mesure de l’impact	16
1.1.4. Les acteurs	19
1.1.4.1. Détenteurs de capitaux et investisseurs.....	19
1.1.4.2. Intermédiaires et gestionnaires d’actifs.....	21
1.2. PROBLEMATIQUE	25
1.2.1. Marché actuel - Perspectives	26
1.2.2. Obstacles	28
1.2.2.1. Manque d’information sur le sujet	28
1.2.2.2. Méthodes de mesure de l’impact trop nombreuses et trop fragmentées	29
1.2.2.3. Marché trop récent, pas assez d’antécédents, trop peu d’acteurs.....	30
1.2.2.4. Réglementations freinant le développement de l’investissement d’impact	30
1.3. CONCLUSION DU CHAPITRE	31
CHAPITRE 2 : SITUATION SUR LE MARCHE BELGE : ANALYSE EMPIRIQUE	33
2.1. OBJECTIFS ET METHODOLOGIE	33
2.2. RESULTATS	35
2.2.1. L’investissement d’impact en Belgique.....	35
2.2.2. Obstacles	38
2.2.2.1. Définition incomprise.....	38
2.2.2.2. Méthodes de calcul d’impact trop nombreuses et trop fragmentées	39

2.2.2.3. Secteur de l'impact trop récent.....	41
2.2.2.4. Législation non adaptée.....	43
2.2.2.5. Performance financière	45
2.2.3. Perspectives.....	45
CONCLUSION ET DISCUSSION.....	49
REFERENCES.....	55

Introduction

Ce travail a pour but de répondre à la question de recherche : « Quels sont les perspectives et obstacles au développement du marché de l'investissement d'impact en Belgique ? ». Pour ce faire nous allons élaborer une revue de la littérature internationale et ensuite nous allons faire une analyse qualitative basée sur des entretiens semi directifs.

L'investissement d'impact (*Impact investing* en anglais) réside dans une méthode d'investissement alliant rendement financier et gains environnementaux et sociétaux. Il se différencie des investissements traditionnels et même des investissements socialement responsables par l'intentionnalité de l'auteur à produire de l'impact positif.

Cette nouvelle méthode de financement est apparue pour la première fois en 2007 afin de répondre à un besoin de la part des entreprises sociales. Ce secteur est en forte expansion depuis presque quinze ans, suite au changement de pensée de la part des investisseurs et des entrepreneurs. En effet, le secteur financier et entrepreneurial réalise petit à petit l'importance qui réside dans l'attention à l'humain et à la planète.

Ce changement de pensée s'observe également par l'apparition de nouvelles méthodes de placement telles que les obligations vertes qui permettent aux investisseurs de placer leurs capitaux au service de l'intérêt général. L'émergence de ces obligations prouve également la volonté de faire entrer le secteur privé dans le processus d'investissement durable.

L'investissement d'impact est pour l'instant promis à un bel avenir ; malheureusement, comme pour la plupart des nouveautés, son développement risque d'être entravé par certains obstacles. En effet, plusieurs études menées à travers le monde témoignent d'une définition floue pour certains acteurs du marché et encore plus pour de nouveaux intéressés freinés par cette imprécision. Les théoriciens identifient également d'autres obstacles présents sur le marché de l'investissement d'impact. L'absence d'ancienneté peut causer un manquement au niveau des antécédents, mais également au niveau des acteurs. Un marché aussi jeune est risqué, il faut donc trouver des moyens pour rassurer l'investisseur. Cela s'ajoute aux méthodes d'évaluation de l'impact qui sont nombreuses et fragmentées. Finalement, les différents systèmes de réglementation mis en place à travers le monde sont souvent inadaptés pour ce secteur en cours

de développement et de structuration. Il est impératif de surmonter ces obstacles afin de permettre au secteur de bénéficier d'une croissance sans limite. Depuis quelques années, l'investissement d'impact ne vise plus uniquement les investisseurs fortunés. Les entreprises sociales et les investisseurs cherchent ensemble des moyens pour attirer le plus grand nombre au sein de la finance durable.

Notre question de recherche est donc due au constat de l'ensemble de ces obstacles et perspectives à travers le monde. Au travers de ce travail, nous espérons évaluer si ces obstacles et perspectives sont également présents sur le marché belge et s'il existe certaines pistes d'amélioration encore à instaurer en Belgique. Le peu de littérature belge à ce sujet a également motivé ce choix de problématique.

Pour répondre à la question de recherche, notre travail se divisera en 2 parties principales. La première partie commencera par l'évolution de la pensée ayant mené à la création de l'investissement d'impact. Ensuite, nous présenterons la définition de celui-ci ainsi que les mesures d'impact associées à son analyse. Après l'analyse des acteurs présents sur ce marché, nous détaillerons les obstacles et perspectives à son développement observés par les théoriciens à travers le monde. Notre deuxième partie, une analyse empirique, commencera par une explication de notre méthodologie d'analyse qualitative. Ensuite figureront les résultats observés par des praticiens de l'investissement d'impact sur le marché belge pour finalement les comparer avec l'avis des théoriciens présenté en première partie du travail.

En conclusion, nous reprendrons les différents constats que nous avons pu faire au travers de notre analyse et nous tenterons de proposer certaines pistes d'amélioration pour le secteur, afin de permettre une stimulation du développement de celui-ci. Enfin, nous aborderons les limites de ce travail afin de donner des repères pour enrichir et ainsi prolonger cette recherche, sans cesse en évolution.

Chapitre 1 : L'investissement d'impact : Revue de littérature

Ce chapitre présentera une vue d'ensemble de l'investissement d'impact afin de donner au lecteur les connaissances nécessaires à la compréhension de ce mémoire. Ce chapitre abordera l'histoire de l'investissement d'impact, ses prédécesseurs, sa définition, la mesure de son impact, ses acteurs et, enfin, son marché.

1.1. Contexte général

1.1.1. Origine

1.1.1.1. Philanthropie d'entreprise

C'est au 18^{ème} siècle que les premières traces de volonté d'impact apparaissent par le choix de placement de son capital. En effet, à l'époque, les personnes possédant un capital important faisaient don d'une partie de celui-ci afin d'améliorer par exemple l'éducation par la construction de bibliothèques, de parcs ou encore de centres d'art du spectacle. Cela permettait aux donateurs d'entrer dans le réseau des philanthropes, améliorant en parallèle leur statut social (Grose, 2019).

L'essor fulgurant de la *Corporate philanthropy* après la Seconde Guerre mondiale, en Europe et aux États-Unis, a permis, entre autres, la constitution de grandes fondations telles que *Ford Motor Company Fund* en 1949, *AT&T's Western Electric Fund* (par après *AT&T Foundation*) en 1953, et *Philip Morris's* (par après *Altria's*) en 1956, et plus tard la *Chase Manhattan Bank* ou encore le conglomérat *General Electric* (McClimon, 2004). Ces fondations permettaient à des acteurs privés de mettre une partie de leur capital au profit, entre autres de la distribution de denrées alimentaires, ou de l'encouragement de la démocratie (Encyclopedia Britannica, 2020).

C'est au milieu du 20^{ème} siècle que les dirigeants d'entreprises, les CEO, commencent à utiliser cette philanthropie pour sensiblement améliorer la vie de leurs employés dans l'optique d'une potentielle augmentation de productivité de ces mêmes employés. À cette époque, les CEO ont réalisé que « faire du bien » à l'humanité et à l'environnement améliorerait leur business.

Ce processus s'appelle de la philanthropie stratégique. (McClimon, 2004)

À partir des années 80, ce principe est introduit dans les stratégies business et dans le marketing des sociétés (McClimon, 2004). Craig Smith (1994) décrit cette nouvelle forme de philanthropie comme :

Les unités de business et de philanthropie [qui] ont joint leur force pour développer des stratégies afin d'améliorer leur image de marque, de booster la productivité des employés, de réduire les coûts en R&D, pour contourner certaines réglementations et de favoriser la synergie entre les unités commerciales.

On constate ainsi que la philanthropie d'entreprise a permis à certaines d'entre elles de développer un puissant avantage concurrentiel (McClimon, 2004).

1.1.1.2. Investissement Socialement Responsable (ISR)

Parallèlement à la philanthropie d'entreprise, la deuxième moitié du 20^{ème} siècle connaît un nouvel essor pour les *Socially Responsible Investments (SRI)*, discrètement présents auparavant, mais, sans être identifiés et reconnus comme tels. Vers les années 1960 apparaissent des projets économiques permettant certaines améliorations de problèmes sociétaux tels que ceux traitant des droits civils, de l'égalité homme-femme ou, encore, des problèmes liés aux travaux forcés et/ou sous-rémunérés. Les SRI permettent à des investisseurs d'agir dans des problèmes sociétaux qui leur tiennent à cœur. Cette nouvelle manière d'investir, plus intègre, valorise de nouveaux aspects qui, principalement, se limitent à la croissance et au profit et entraîne la création d'un nouveau secteur dans les entreprises : celui de la Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE). Cette nouvelle branche business amène les entreprises à prendre conscience de leur impact sur la société et l'environnement. À l'époque, les entreprises restaient encore libres de faire ce qu'elles voulaient de cette nouvelle approche – mettre des mesures en œuvre pour diminuer cet impact ou alors ne pas en tenir compte. Dorénavant, les entreprises sont soumises à des règles de bonne conduite en matière d'environnement et de société (Townsend, 2017).

Demoustiez (2008) distingue trois grandes approches aux investissements socialement responsables. Premièrement, l'approche active concerne les détenteurs d'actions dans des sociétés. Ces détenteurs, en fonction des parts qu'ils possèdent dans la société, sont en droit de donner leur avis afin de garantir la meilleure gestion possible de celle-ci. En cas d'approche

active, ceux-ci feront ce que l'on qualifie d'« activisme actionnarial », ce qui revient à profiter de son pouvoir aux assemblées générales (AG) des entreprises cotées en bourse afin d'améliorer le comportement tant au niveau éthique, que social. Cela peut se faire par le vote, mais également en améliorant le dialogue avec les dirigeants, en proposant à l'AG d'avoir plus de préoccupations sociétales ou encore en soutenant une gestion plus responsable (Demoustiez, 2008).

Ensuite, l'approche passive se fait au moment du choix du placement par un « *screening* » de différentes sociétés où l'on voudrait placer son capital. Pendant ce tamisage positif ou négatif de l'objectif de cet investissement, on vérifie et analyse les entreprises sur base de critères éthiques, sociaux et environnementaux afin de vérifier si elles entrent bien dans la catégorie ISR. Une fois l'analyse effectuée, deux résultats sont possibles : le screening négatif et le screening positif (Demoustiez, 2008).

Le screening négatif (Screening d'exclusion) revient à sortir du portefeuille de l'investisseur toutes les entreprises ayant des objectifs contraires à l'éthique ou négatifs pour la société par les services, les produits qu'ils proposent ou encore leur manière de travailler. On retrouve, par exemple, dans ces entreprises : les fabricants d'armes, les différents acteurs du secteur nucléaire, le secteur du tabac et de l'alcool ou encore l'industrie pétrolière. Cette exclusion ne se limite pas au type d'entreprises, mais également à leur emplacement géographique. En effet, les pays où la démocratie et les Droits de l'Homme sont bafoués, ou les pays en désaccord avec l'Organisation Internationale du Travail posent problème en matière d'éthique et d'environnement et constitue un motif d'exclusion au placement. Enfin, le dernier filtre appliqué dans le screening négatif réside dans les pratiques. Par exemple, les Organismes Génétiquement Modifiés (OGM), les tests scientifiques ou cosmétiques sur les animaux ou encore les modifications génétiques sur ces derniers sont des critères d'exclusion (Demoustiez, 2008). Il existe deux types d'exclusion. Dans le cas d'une exclusion globale, tout actif, ayant de près ou de loin un lien avec les situations citées précédemment, se retrouve exclu du portefeuille de l'investisseur. L'exclusion nuancée, plus souple, consiste à exclure toutes les entreprises ayant plus de 10 % de leur chiffre d'affaires généré en contradiction avec les critères de sélection cités ci-dessus (Demoustiez, 2008).

À l'opposé, on retrouve le screening d'inclusion ou screening positif, qui vise les entreprises ayant des principes et objectifs à l'encontre des conditions d'exclusion. Cette sélection est

appelée la technique de « Best-in-class » où l'on retrouvera également les entreprises apportant leur contribution au développement durable (Demoustiez, 2008).

Enfin, la troisième approche d'ISR est l'approche communautaire, aussi appelée approche de partage ou approche solidaire. Cette dernière se focalise uniquement sur des investissements à destination d'entreprises locales ou à des particuliers ayant pour but d'investir en favorisant un développement communautaire, en aidant les groupes défavorisés, ou à faibles revenus, ou permettant un développement d'une économie locale ou sociale (Demoustiez, 2008).

Les projets d'investissements sociaux sont proposés par différentes ONG, par des œuvres de charité ou encore des entreprises sociales. Ces projets, validés par les investisseurs, recevront un capital de base afin d'être lancés. Un retour financier est possible, voire espéré, et l'éventuel surplus servira à rembourser les investisseurs avec un intérêt supplémentaire et, au mieux, permettra une consolidation de la base de capital de l'organisation. Finalement, ces investissements sociaux peuvent s'apparenter à des investissements habituels, avec pour seule exception, qu'ils doivent être respectueux des normes sociales (Good Finance, 2020).

1.1.1.3. Environnement, Social et Gouvernance (ESG)

Suite à la croissance en popularité des ISR, au milieu des années 2000 en Europe, trois catalyseurs principaux ont fait leur apparition et ont permis les demandes d'analyse sur les questions environnementales, sociales et de gouvernance (ESG) de la part de grands investisseurs. Le premier soulève un important débat intellectuel et juridique sur la relation entre l'obligation fiduciaire et les questions de durabilité. Le second traite du changement climatique. Le troisième montre une capitulation devant la thèse selon laquelle une mauvaise gouvernance d'entreprise était préjudiciable aux marchés (Townsend, 2017). Cela a donc permis l'élaboration de l'intégration ESG qui revient, pour un investisseur, à constituer son portefeuille en tenant compte de ces trois critères.

Dans l'analyse ESG, la **lettre E** signifie environnement, c'est-à-dire tout impact que l'investissement pourrait avoir sur notre planète. Cela inclut les aspects suivants : changement climatique, émissions de dioxyde de carbone, transparence sur son impact écologique, problèmes de gestion des eaux usées, énergies renouvelables et toutes les innovations qualifiées « vertes ». Afin de s'informer à propos des différentes opportunités de placement dans ce

secteur, les investisseurs sont tenus d'utiliser les différents standards de Responsabilité Sociétale des Entreprises (RSE) repris par exemple dans le Global Reporting Initiative (GRI) et dans les Principes des Investissements Responsables (PIR) (Delevingne L et al., 2020). Les entreprises, étant concernées par l'environnement, l'affichent de plus en plus sur leur site internet et mettent à disposition des investisseurs différentes enquêtes ou articles relatifs à leur travail, leur manière de travailler et l'impact de leur entreprise sur l'environnement. De ce fait, cela permet de faire un placement en étant plus averti de son impact réel. Il faut être prudent, car certaines entreprises abusent de cet aspect environnemental en expliquant, par exemple, qu'elles appliquent des méthodes strictes de recyclage, pour diminuer leur impact négatif sur la planète, mais cet impact n'en devient pas positif pour autant. Elles ne seront donc pas considérées comme accessibles pour des investisseurs d'impact. Pour évaluer par eux-mêmes la réelle valeur d'impact, les investisseurs peuvent également se diriger vers les *Sustainable Development Goals*¹ (SDGs) ainsi que vers le *Sustainability Accounting Standards Board*² (SASB) qui sont des sources fiables au niveau de l'impact ESG. Ces sources livrent à l'investisseur une liste des impacts souhaités et prévus, inscrits dans un contexte et dans le temps. L'investisseur peut ainsi faire son analyse comparative avec les impacts prévus par l'entreprise et mesurer au mieux le désir réel d'impact de l'entreprise visée. (Delevingne L et al., 2020).

La **lettre S** reprend les aspects sociaux internes et externes à l'entreprise. Nous allons donc retrouver à l'intérieur de l'entreprise : des investissements améliorant l'expérience de travail de l'employé nourrie par l'accès à différentes formations, une adaptation de l'espace de travail ou encore une diminution de la discrimination au travail. Ces investissements concernent également l'objectif lié à l'extérieur de l'entreprise. À titre d'exemple, s'il s'agit d'une entreprise à objectifs essentiellement sociaux, nous la retrouverons également dans les investissements ESG. Ainsi, on y identifiera l'entreprise immobilière sociale qui met à disposition des biens immobiliers à des prix très avantageux, mais exclusivement réservés à une partie moins aisée de la population afin de leur permettre un accès plus facile au logement. Certaines de ces entreprises proposent même aux particuliers de leur confier leur bien afin que ceux-ci les mettent à disposition des plus démunis. Le propriétaire est en droit de faire des

¹ Les SDGs sont 17 objectifs sociaux et environnementaux interconnectés, créés par les Nations Unies ces derniers ont pour but d'être atteints à l'horizon 2030. (Nations Unies, 2020)

² Cette société indépendante permet aux entreprises d'identifier, de gérer et de rendre compte des sujets de durabilité qui comptent le plus pour les investisseurs. (SASB, 2020)

travaux réduisant le confort de l'habitation, en augmentant le nombre de locataires (réduire la taille des chambres pour en augmenter le nombre, réduire la taille des communs pour ajouter une pièce) et garder un rendement identique. Ces entreprises permettent un compromis afin que tout le monde soit gagnant. Ce dispositif permet de fournir des logements convenables à prix réduit, tout en conservant un bénéfice pour le propriétaire et pour l'entreprise (Market Business News., 2020).

Enfin, la **lettre G** est liée au principe de gouvernance renvoyant à toute la gestion interne et externe de l'entreprise. Pour entrer dans les critères ESG, une société doit avoir un niveau de gouvernance suffisamment flexible et éthique. Se retrouve, par exemple, dans cette catégorie, la stratégie de taxation de la société, que ce soit dans l'évitement fiscal ou dans la manière de taxer ses employés. Sont également concernées les donations, la rémunération, la gestion de la corruption, la diversité des genres et des cultures dans la direction de la société, la structure d'entreprise et, finalement, toutes décisions émanant du conseil d'administration (Market Business News., 2020). Les investissements ESG vont donc permettre à certaines entreprises, ou associations d'améliorer l'aspect éthique dans leur gestion. Ces derniers pourraient, par exemple, permettre une rémunération plus juste ou encore fournir un apport dans une association de lutte contre la corruption permettant de retirer du marché certaines entreprises ayant un comportement inapproprié à ce niveau-là (Market Business News., 2020).

La figure 1 détaille les différents aspects des trois critères auxquelles l'investisseur doit être attentif au moment du placement. Si l'entreprise dans laquelle ce dernier investit ne respecte pas un principe repris dans un de ces aspects, alors l'investissement ne sera pas qualifié d'intégration ESG.

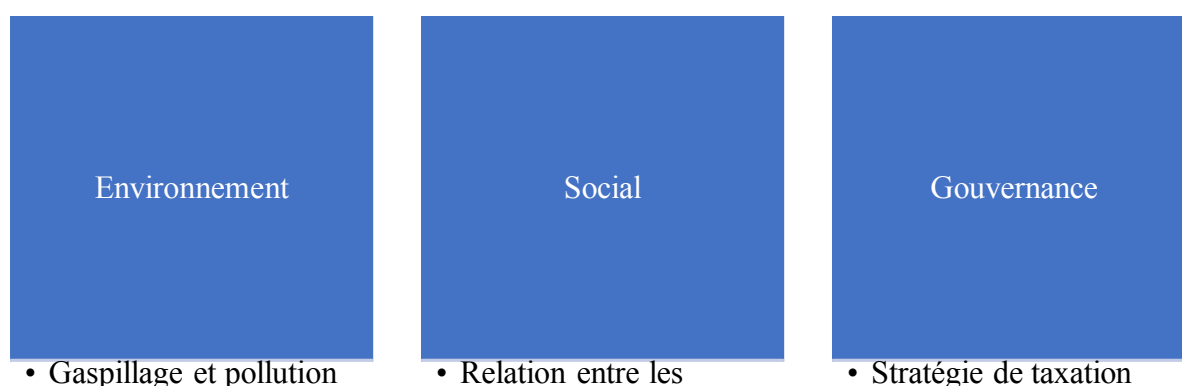


Figure 1 - Exemples d'intégration ESG

Adapté de Market Business News, 2020

1.1.1.4. Valeur Partagée – Modèle de Porter et Kramer

En 2006, Porter & Kramer publiaient « *Strategy and Society: The link between competitive advantage and CSR* ». Cet article a servi d'élément déclencheur pour les sociétés qui se sont de ce fait, rendu compte qu'à l'avenir, développer son département CSR de manière à avoir un impact réel sur l'environnement et la société pouvait apporter un avantage concurrentiel considérable.

De plus en plus, les entreprises sont poussées à rendre compte de leurs effets sur la société par le biais des gouvernements, des activistes et des médias. Dès lors, la responsabilité sociale est devenue une priorité pour les dirigeants d'entreprises à travers le monde. Malheureusement, les efforts en CSR sont souvent vus comme contre-productifs, car ils sont trop déconnectés de la stratégie et peuvent cacher des opportunités pour une entreprise voulant juste améliorer son image. De nombreuses entreprises comme Toyota, Volvo ou encore Whole Foods Market ont décidé d'analyser les opportunités de Responsabilité Sociétale des Entreprises afin d'orienter leurs choix commerciaux. Ces entreprises ont finalement démontré que la responsabilité sociétale peut être source d'innovations et d'avantages concurrentiels (Porter & Kramer, 2006).

À la lumière de ces analyses, Porter & Kramer ont créé le principe de valeur partagée qui consiste à créer de la valeur tant pour son portefeuille que pour la société. Ils ont proposé une nouvelle manière d'aborder la relation entre l'entreprise et la société, sans mettre en opposition la croissance de l'entreprise et le bien-être social, mais en valorisant l'interdépendance de ces deux dimensions (Porter & Kramer, 2006). Dans leur article, « *Strategy and Society: The link between competitive advantage and CSR* » (2006), les auteurs proposent un cadre libre aux entreprises afin d'utiliser cette méthode. Ce cadre leur permet d'identifier les conséquences sociales de leurs actions, de découvrir les possibilités de contributions positives à la société et à l'entreprise et d'identifier les meilleures opportunités et moyens à mettre en œuvre afin d'y parvenir.

1.1.1.5. L'investissement d'impact

Après l'émergence des critères ESG et de la publication du modèle de valeurs partagées, l'investissement d'impact apparaît pour la première fois en 2007 lors d'un événement de la Fondation Rockefeller pour les leaders de la finance, de la philanthropie et du développement. À un niveau très général, les investissements d'impact sont réalisés dans l'intention explicite

de générer des bénéfices sociétaux ou écologiques ainsi qu'un bénéfice financier. Néanmoins, à ce jour, il manque toujours une définition cohérente et incontestée du terme investissement d'impact (Madsbjerg, 2018).

L'investissement d'impact pourrait également être une solution afin de combler le manque en capital pour atteindre les *Sustainable Development Goals (SDGs)*. En effet, à la lumière des chiffres actuels, pour atteindre les objectifs horizon 2030, il manquerait encore 2,5 trillions de dollars sur les 3,9 trillions de dollars nécessaires à la réalisation de ces objectifs (Bridgespan Group, 2018).

Plus récemment encore, en 2009, la première obligation verte a été émise par la Banque Mondiale. Les *Green Bonds* (obligations à vocation environnementale) représentent un type d'instrument à revenu fixe compris dans la catégorie « investissements d'impact ». Ces obligations ont pour objectif de réunir des fonds afin de permettre la réalisation de projets climatiques et environnementaux (Investopedia, 2020). Elles sont liées à des actifs et sont garanties par le bilan de l'entité et de ce fait, elles bénéficient en général de la même notation que les autres titres de créance appartenant à leur émetteur. Pour information, ce marché valait 202,2 milliards de dollars en octobre 2019 (Fatin, 2019).

Ces obligations vertes sont généralement accompagnées d'incitations fiscales afin d'augmenter leur attractivité par rapport aux obligations taxables auprès des investisseurs. Les avantages fiscaux diffèrent en fonction du type de *green bond*, de son impact sur l'environnement et de la vitesse de cet impact. Cela peut entraîner une exemption ou une diminution des taxes. Il faut bien comprendre aussi que cet instrument d'investissement a été lancé afin d'encourager les projets innovants concernant l'environnement et le climat. Plus spécifiquement, les *green bonds* supportent des projets allant de l'augmentation de l'efficacité énergétique verte à la protection des animaux en passant par la diminution de l'émission des gaz à effet de serre (Vento, 2019).

Il existe différents émetteurs de *green bonds*, mais le principal reste la Banque Mondiale qui, grâce à ceux-ci, finance des projets environnementaux dans le monde entier. Un exemple de projet serait le « Rempur Hydropower Project » qui a pour but de générer de l'énergie hydroélectrique en Inde afin de produire jusqu'à 1 957 gigawatts, ce qui entraînerait une diminution de 1 407 000 de tonnes de CO₂. Grâce aux émissions de *green bonds*, ce projet est

actuellement en expansion afin d'atteindre une puissance de 412 000 gigawatts et ainsi réaliser une diminution potentielle de 296 000 000 de tonnes de CO₂ (Power Technology, 2014).

En résumé, au fil du temps, les détenteurs de capitaux constatent que leurs surplus de fonds pouvaient générer un impact positif à la société. Cela a permis de développer la philanthropie. Plus tard, suite à une augmentation des problèmes sociétaux, ces investisseurs commencent à s'intéresser à la qualité de l'impact de leurs investissements. Et donc, ils maintiennent uniquement leurs investissements socialement responsables. Finalement, le social et l'environnemental ne disposant pas d'assez de fonds pour varier à une échelle raisonnable, il fallut attirer un plus grand nombre d'investisseurs en associant une notion de profit à une notion d'impact. Ce type d'investissement s'appelle aujourd'hui investissement d'impact.

La figure 2 présente les différentes méthodes d'investissements sociaux en fonction de leur retour financier et de leur focus sur l'impact. Ce tableau permet de comprendre l'intensification des deux objectifs précités au fil des années. Ce mémoire portant sur l'avenir de l'investissement d'impact en Belgique, nous nous intéresserons principalement aux sections vertes de ce tableau alliant impact voulu et impact prévu avec un retour financier.

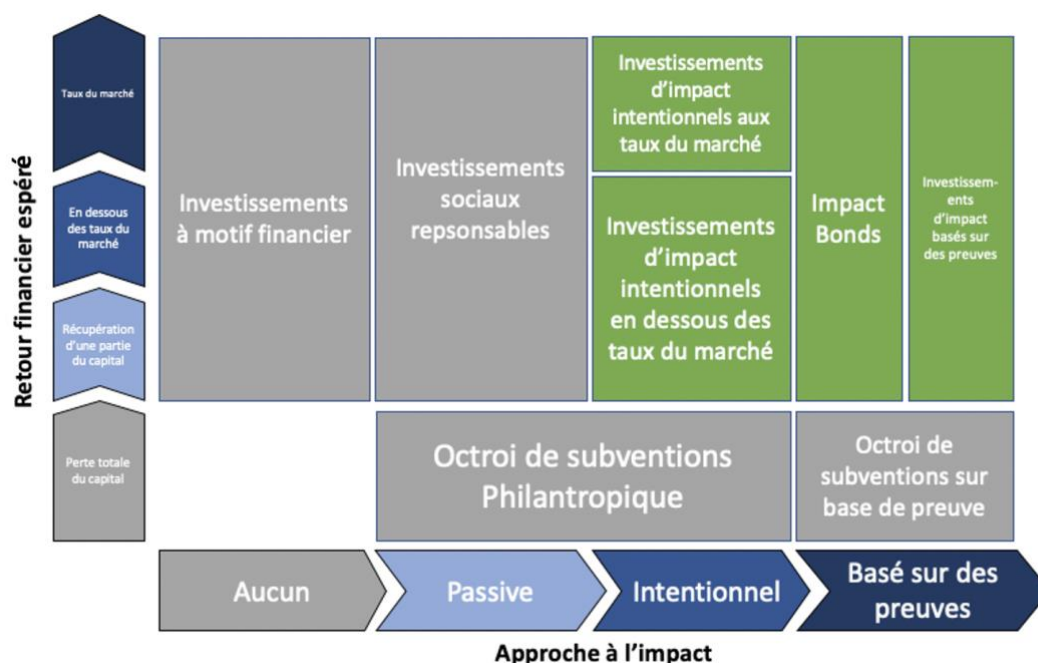


Figure 2 - Différents types d'investissements sociaux

Adapté de Bridgespan Group, 2018

1.1.1.6. Différence entre ESG, ISR et Investissement d'impact

L'ESG fait référence aux pratiques environnementales, sociales et de gouvernance d'un investissement ayant un impact important sur sa performance. L'intégration des facteurs ESG est utilisée pour améliorer l'analyse financière traditionnelle en identifiant les risques et opportunités potentiels au-delà des évaluations techniques. Bien qu'il y ait une part d'intérêt pour la conscience sociale, l'objectif principal de l'évaluation ESG reste la performance financière. L'ESG sera plutôt apparenté à une caractéristique d'investissement qu'à un investissement en lui-même (Investopedia, 2020).

L'investissement socialement responsable va plus loin que l'ESG en éliminant ou en sélectionnant activement les investissements selon des directives éthiques spécifiques. Le motif sous-jacent peut être la religion, les valeurs personnelles ou les convictions politiques. Contrairement à l'analyse ESG qui façonne les évaluations, l'ISR utilise les facteurs ESG pour appliquer des filtres négatifs ou positifs sur le contexte d'investissement. Par exemple, un investisseur peut souhaiter éviter tout fond commun de placement ou fond négocié en bourse (*Exchange Trade Fund*) investissant dans des entreprises engagées dans la production d'armes à feu parce qu'il a des convictions anti-conflit. Par ailleurs, un investisseur peut choisir d'allouer une partie fixe de son portefeuille à des entreprises qui contribuent à des causes caritatives (Wendt, 2015).

Parmi les autres critères d'ISR négatifs, on peut citer le commerce d'alcool, de tabac et d'autres substances créant une dépendance, les jeux d'argent, la production d'armes et d'outils de défense, une affiliation terroriste, des violations des droits de l'homme et du travail ou encore des dommages à l'environnement. Pour les clients engagés dans l'investissement socialement responsable, la réalisation de bénéfices est toujours importante, mais elle doit être nuancée avec des principes. L'objectif est de générer des rendements sans violer sa conscience sociale (Wendt, 2015).

En ce qui concerne l'investissement d'impact, les investissements doivent avoir un impact positif contrairement à l'ISR qui peut accepter un impact neutre. L'objectif de l'investissement d'impact est d'aider une entreprise ou une organisation à atteindre des objectifs spécifiques qui soient bénéfiques pour la société ou l'environnement. L'investissement dans une organisation à

but non lucratif dédiée à la recherche et au développement d'énergies propres, que le succès soit garanti ou non, en est un exemple (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

Près de 30 % des investisseurs mondiaux sont déjà impliqués dans des investissements responsables (Bayot et al., 2019). Parmi les 70 % restants, plus de la moitié prévoit de l'être prochainement — le désir d'investir de manière éthique est très présent dans la génération des « *millenials* » —, mais les freins sont nombreux. Dès lors, les experts doivent être formés suffisamment et régulièrement, pour comprendre la rapide croissance et la complexité des concepts et des produits d'investissement destinés à ce secteur (Bayot et al., 2019).

1.1.2. Définition

Hochstadter & Scheck (2015) donnent une définition de l'investissement d'impact s'articulant autour de deux éléments fondamentaux, à savoir la recherche d'un rendement financier et un impact non financier supplémentaire. La définition que nous garderons pour ce travail sera celle du Global Impact Investing Network (2016) qui définit l'investissement d'impact comme suit : « Des investissements réalisés dans des entreprises, des organisations et des fonds avec l'intention de générer un impact social et environnemental en plus d'un rendement financier ». On entend par rendement financier au moins le retour du capital investi, tandis que d'autres s'attendent au moins au taux d'inflation ou même à des rendements équivalents ou supérieurs au taux du marché.

Il n'y a pas d'accord sur la question de la pondération entre les exigences de rendement financier ou non financier : les investisseurs dits *financial first* favorisent la recherche de rendements financiers, tandis que les investisseurs *impact first* s'efforcent principalement de rechercher un impact social ou environnemental. L'objectif social est parfois substitué ou compris de manière plus large en incluant les aspects environnementaux, de développement, économiques ou de gouvernance. L'investissement d'impact n'est pas lié à une forme juridique spécifique. Les investissements d'impact peuvent être réalisés dans des organisations à but non lucratif ainsi que dans des entreprises à but lucratif. Fréquent dans le domaine de l'entrepreneuriat social, le terme « social » est généralement défini de manière assez vague. Toutefois, l'impact social ne peut pas être un effet secondaire fortuit (Brown & Swersky, 2012). Il existe toute une série d'entreprises qui ont créé un impact social important au cours de leur cycle de vie, mais qui ne

le réalisaient pas comme un résultat planifié. En outre, l'impact social doit être mesuré et quantifiable (Brown & Swersky, 2012).

Sur le plan terminologique, l'investissement social est souvent utilisé comme synonyme d'investissement d'impact et inversement. Dans l'ensemble, l'utilisation des termes est confuse et le niveau des interactions change. En général, le terme « investissement social » est plus courant en Europe qu'aux États-Unis. Les investissements sociaux et le financement social sont souvent compris en incluant également les subventions. L'investissement socialement responsable (ISR) et l'investissement d'impact partagent des définitions très similaires. Toutefois, la plupart des praticiens et des universitaires partagent l'opinion que les deux formes sont plutôt distinctes. L'investissement socialement responsable vise les investissements dans des obligations ou des actions cotées en bourse, tandis que l'investissement d'impact est axé sur le capital-investissement et l'endettement. Les investisseurs ISR veulent également obtenir des rendements proches des taux du marché (Brown & Swersky 2012).

Le *Global Impact Investing Network* (2016) définit quatre caractéristiques indispensables et indissociables qui décrivent l'investissement d'impact et auxquelles les investisseurs dans ce secteur doivent adhérer.

La première caractéristique réside dans **l'intention**. En effet, au moment de l'investissement, le responsable doit avoir l'intention de contribuer positivement à l'environnement et à la société tout en produisant un retour financier sur investissement. Par cet engagement, l'investisseur doit faire preuve d'une parfaite transparence sur ses intentions que ce soit au niveau de l'impact social ou environnemental, mais également financier. Un investisseur ayant produit un impact positif sur l'environnement et sur son portefeuille, mais n'ayant pas prévu cet impact ne sera donc pas qualifié d'investisseur d'impact. Parallèlement, l'investisseur doit être en mesure d'expliquer la stratégie qu'il va suivre afin de réaliser cet impact (Global Impact Investing Network, 2016).

La deuxième caractéristique concerne **l'utilisation de preuves valables** ainsi que de données sur l'investissement. L'investisseur doit utiliser les meilleures méthodes d'analyse qualitative et quantitative de l'impact ainsi que fournir des preuves de l'impact positif provoqué. Cette méthode inclut l'identification d'un besoin social ou environnemental aligné sur des preuves empiriques ou une étude scientifique bien établie de la population, de l'environnement ou de la

communauté que l'investissement cherche à soutenir. Le processus d'investissement comprend également une utilisation des meilleures données accessibles. Il va donc devoir fixer des objectifs quant à la contribution apportée par son investissement. Ensuite il devra concevoir une stratégie d'investissement basée sur des solutions efficaces pour répondre aux besoins qu'il a identifiés en ayant une compréhension claire des impacts négatifs potentiels dans le contexte de ces investissements. Enfin, il devra identifier les indicateurs les plus performants d'un point de vue qualitatif autant que quantitatif afin de maximiser les performances pour atteindre les objectifs établis dans la première étape. Par cette deuxième caractéristique, l'investisseur pourra améliorer ses capacités à identifier ce genre d'investissement et à augmenter par après l'impact total de son portefeuille (Global Impact Investing Network, 2016).

La troisième caractéristique concerne la **gestion de la performance de l'impact**. Il faut donc utiliser des données de performance d'impact dans le processus de décision afin de gérer au mieux l'investissement et d'être le plus possible en mesure d'atteindre ses objectifs sociaux et environnementaux. Cela inclut l'intégration de moyens de rétroaction afin de pouvoir se retourner en cas de situation inattendue et de pouvoir malgré tout atteindre ses objectifs. Identifier clairement les risques est un processus très important dans l'étude des situations « de secours ». Grâce à cette identification, l'investisseur peut évaluer la probabilité d'être déstabilisé. Il serait également judicieux de prévoir un plan d'atténuation afin que, en cas d'occurrence, l'atténuation de l'impact positif soit minimale. Enfin, les investisseurs sont invités à partager publiquement leurs analyses et expériences afin d'attirer et de prévenir d'autres investisseurs friands de ce marché (Global Impact Investing Network, 2016). Cette troisième caractéristique est très importante, car en réussissant à établir des données quantitatives sur les impacts environnementaux, sociaux et communautaires les investisseurs faciliteront davantage la performance et le risque de leurs investissements. De plus, cela permettrait d'attirer un grand nombre d'investisseurs encore trop méfiants par rapport à ce marché qu'ils considèrent encore trop flou et trop risqué pour leur capital.

La quatrième caractéristique concerne **l'avenir de l'investissement d'impact**. En effet, cet aspect demande aux investisseurs de contribuer à la croissance de cette catégorie d'investissement par plusieurs actions. Premièrement, la transparence vis-à-vis de l'utilisation réelle de l'investissement d'impact est de mise. Encore trop de managers de fonds mentent de manière volontaire ou non sur leur portefeuille d'impact. Cela peut être dû à une mauvaise compréhension de ce qu'est réellement un placement d'impact ou à une volonté de paraître

plus « vert » ou plus « éthique ». Il faut également s'engager à utiliser des approches, des conventions et des normes communes pour décrire les objectifs d'impact et pour élaborer les stratégies et les performances. Il est important de considérer les expériences passées en prenant en compte les différentes pratiques de gestion d'investissement que les co-investisseurs et les bénéficiaires ont mis en place précédemment. Partager au maximum les données positives et négatives sur ces investissements permet de fournir des preuves et des enseignements et ainsi voir ce marché se développer. (Global Impact Investing Network, 2016)

C'est en respectant ces quatre caractéristiques que les investisseurs seront considérés comme des investisseurs avec objectifs d'impact et feront entrer les investissements d'impact dans leur portefeuille d'actifs.

1.1.3. Mesure de l'impact

L'évaluation de l'impact est primordiale pour les investisseurs d'impact. Ils veulent s'assurer que les investisseurs tiennent effectivement leurs promesses de générer un impact positif avec leurs investissements. En général, on peut dire que tout investissement a un impact social. Contrairement à d'autres formes d'investissement socialement responsable, l'aspect le plus important de l'investissement d'impact est l'accent mis sur la mesure du rendement social et environnemental qu'il génère.

L'évaluation d'impact aide les investisseurs à atténuer le risque de dérive de la mission, c'est-à-dire la possibilité que les bénéficiaires de l'investissement donnent la priorité aux objectifs financiers plutôt qu'aux objectifs sociaux et environnementaux, essentiels en matière d'investissement d'impact. Cependant, la mesure traditionnelle des performances, qui consiste à recueillir des indicateurs financiers, est insuffisante dans le cas des entreprises sociales. D'une part, la possibilité de générer des revenus dépend du problème social auquel l'organisation s'attelle ; d'autre part, la réalisation d'objectifs financiers n'est que d'une importance secondaire pour les entrepreneurs sociaux (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

Toutefois, le calcul réel de l'impact est complexe et entravé par des difficultés méthodologiques, telles que la collecte et la mesure d'effets souvent intangibles. En conséquence, l'évaluation de l'impact est restée jusqu'à présent largement axée sur les coûts et

les résultats directement mesurables (par exemple, le nombre de vies touchées par un programme) (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

L'évaluation des effets sociaux et environnementaux des activités des entreprises a fait l'objet de vastes discussions dans le monde des affaires : l'analyse de la relation entre les performances sociales des entreprises et leurs performances financières est un sujet de recherche majeur dans le domaine de la responsabilité sociétale des entreprises et se reflète dans des concepts tels que la valeur partagée ou mélangée. Bien que les résultats empiriques indiquent clairement une corrélation positive entre les performances sociales et financières (Orlitzky et al. 2003), les entreprises traditionnelles se concentrent d'abord sur les performances financières. Les entreprises sociales, cependant, visent avant tout à obtenir un rendement social et doivent donc se concentrer davantage sur l'évaluation des effets de leurs actions (Orlitzky et al. 2003).

Divers cadres et outils permettant de saisir la création de valeur sociale ont été élaborés au cours de plusieurs décennies. Bien que le secteur à but non lucratif ait fait des progrès significatifs dans le développement de mesures et bien qu'il devienne de plus en plus riche en données, l'état actuel des pratiques d'évaluation est encore fragmenté et limité dans sa portée et son échelle. Il n'existe toujours pas d'exigence obligatoire, de concept scientifique standardisé, de méthode ou de critère objectif afin d'évaluer le rapport de l'impact social (Orlitzky et al. 2003).

Cependant, le Comité d'Aide au Développement assure qu'un processus d'évaluation est indispensable afin de prouver l'intention d'impact. Le Comité d'Aide au Développement est un forum international regroupant un grand nombre des principaux bailleurs de fonds d'aide au développement et a pour mandat de promouvoir, entre autres, le développement de la coopération et des politiques de développement durable. (Organisation de Coopération et de Développement Economiques/Comité d'Aide au Développement [OCDE/CAD], 2000).

Selon le Comité d'Aide au Développement (2000), l'impact ou l'effet social qu'une organisation arrive à générer est constitué de cinq éléments consécutifs :

- **Les *inputs*** : tous les types de ressources qu'une organisation utilise pour apporter un changement social. Ils peuvent être classés en apports monétaires, en soutien en nature et en temps investi par les bénévoles.

- **Les activités** : actions, programmes ou projets que l'organisation met en œuvre. Par exemple : le déploiement d'une équipe pour installer des accès à l'eau dans un village reclus.
- **Les outputs** : conséquences ou résultats directs et immédiats des activités. Ils sont souvent mesurés en nombre de vies touchées, nombre d'activités menées et nombre d'institutions où l'organisation est active.
- **Les résultats** : changements à court et moyen terme que l'organisation réalise au niveau des bénéficiaires. Les résultats coïncident donc avec les objectifs de l'organisation et peuvent être attribués de manière causale et quantitative à l'intervention.
- **L'impact** : effets à long terme qui se produisent pendant ou après l'intervention. Les impacts vont au-delà du groupe principal de bénéficiaires et visent le macro-niveau institutionnel et sociétal.

La figure 3 représente la chaîne de valeur de l'impact, c'est-à-dire les étapes amenant à l'apparition ou non de celui-ci. L'impact serait donc, en d'autres mots, décrit comme les effets à long terme des interventions qui vont au-delà des principaux bénéficiaires et touchent d'autres groupes cibles tels que les communautés et les familles, ou qui entraînent des changements institutionnels. Dans ce contexte, les termes « rendements non financiers » et « rendements sociaux et environnementaux » sont souvent utilisés simultanément ou de manière interchangeable.

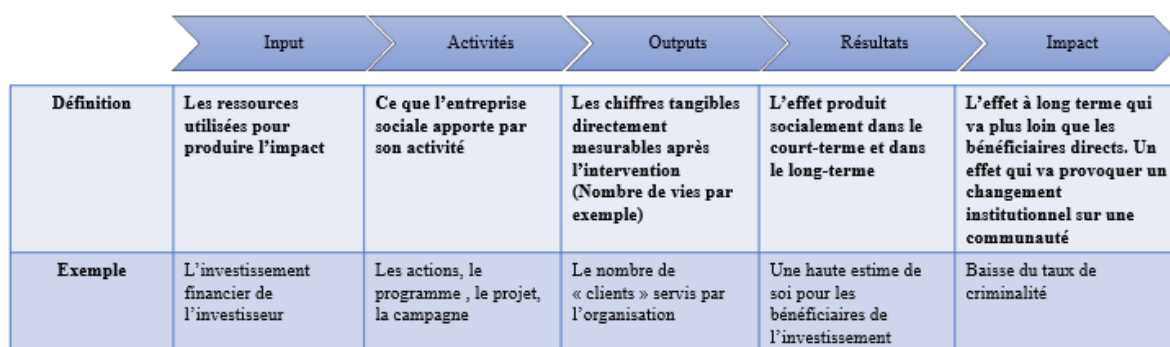


Figure 3 - Chaîne de valeurs de l'impact

Adapté de Jackson & Harji, 2016

Afin d'apporter une aide à cette évaluation, des « bases de données » ont été mises au point pour permettre aux investisseurs un accès plus aisé à des antécédents ou à des études concernant leur investissement actuel (Charlton et al., 2015). Dans ce travail nous en listons trois :

- IRIS, *Impact Reporting Investment Standards*, est une base de données de critères standardisés pour l'évaluation de l'impact, cette dernière a été élaborée par le *Global Impact Investing Network* (GIIN).
- ImpactBase est une base de données comprenant des informations venant de 250 fonds d'investissement d'impact.
- GIIRS, *Global Impact Investing Rating System*, est une méthode d'évaluation standardisée afin d'estimer les performances d'une entreprise ou d'un fond d'un point de vue environnemental ou social.

1.1.4. Les acteurs

Pour mieux appréhender ce travail, il est important d'identifier les acteurs présents dans le secteur de l'investissement d'impact afin de situer les différents ampleurs d'impact que ces derniers pourraient provoquer. La figure 4 ci-dessous représente les différentes catégories d'acteur sur le marché de l'impact.

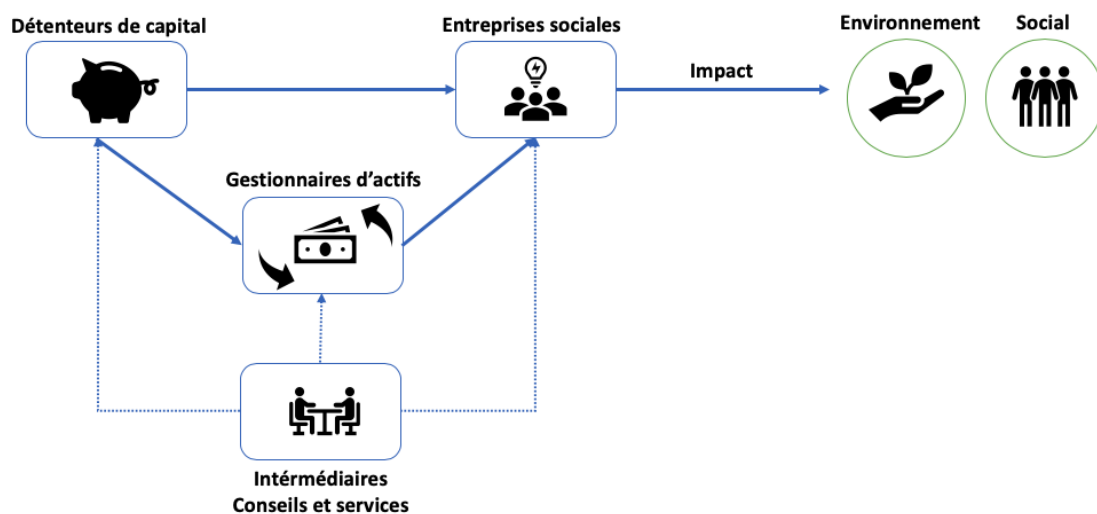


Figure 4 - Types d'acteur de l'investissement d'impact

Adapté de Bridgespan, 2018

1.1.4.1. Détenteurs de capitaux et investisseurs

Andreoni (2015) voit trois raisons différentes pour lesquelles les gens s'engagent dans des activités caritatives. Les gens peuvent apprécier les services que l'organisation caritative produit, ils peuvent en tirer un bénéfice ou avoir une sorte de motivation interne, souvent appelée « leur chaude » (Andreoni 1990 ; Harbaugh 1998). Dans la pratique, cela peut se

traduire par une meilleure qualité des médias consommés, de meilleures places à l'opéra ou un sentiment positif lors de l'octroi de fonds à une organisation caritative. Dans la conception traditionnelle de la fondation caritative, il y avait une séparation claire entre l'investissement et les dons, et ils étaient considérés comme indépendants l'un de l'autre. Le développement du marché de l'investissement d'impact peut donc plutôt être considéré comme une réponse aux besoins de financement des projets, des entreprises et des organisations visant un impact social. Les plateformes de financement par la foule, appelées de plus en plus communément (*Crowdfunding*) sont des sources de financement populaire pour les entreprises à impact social. Cependant, il existe également des fonds d'investissement socialement responsables qui disposent d'une large base d'investissement (Bouncken et al., 2015).

Les investisseurs peuvent être classés en fonction de la valeur actuelle nette (VAN) de leurs décisions d'investissement. La valeur actuelle nette est équivalente à un rendement au taux du marché, c'est-à-dire, une estimation de la valeur de l'investissement à un moment donné dans le futur. Si les investisseurs ne sont disposés à investir que lorsque la valeur actuelle nette est positive, ils visent un rendement au taux du marché. S'ils sont prêts à avoir une valeur actuelle nette négative, mais un rendement positif, la prise de risque montre qu'ils soutiennent la mission sociale avec des attentes de rendement financier réduites. Il existe également d'autres investisseurs qui sont prêts à avoir un rendement financier négatif ou pas du tout de rendement financier. Ces différentes mesures sont détaillées à la figure 5. Par exemple, prenons un investissement de 1000 € sur 5 ans, avec un rendement de 10 % à expiration. Si l'investisseur espère toucher au moins 1610 € à la fin c'est qu'il veut une VAN supérieure à 0, s'il veut récupérer entre 1000 € et 1610 €, la VAN sera négative, mais il gardera malgré tout un rendement financier réduit. A contrario, si l'investisseur n'espère pas gagner d'argent sur cet investissement, il est dans les deux dernières catégories de la Figure 5, c'est-à-dire qu'il décidera au moment de son choix s'il veut récupérer une partie de son investissement ou en offrir la totalité. Pour faire suite à cette prise de décision, l'investisseur se classera dans l'une des quatre catégories (Spiess-Knafl & Scheck B, 2017). Dans la rédaction de ce travail, nous nous intéressons principalement aux deux catégories dans l'attente d'un rendement financier positif. En effet, l'investissement d'impact exigeant un rendement sociétal et financier, les deux autres catégories ne sont pas pertinentes dans ce secteur.

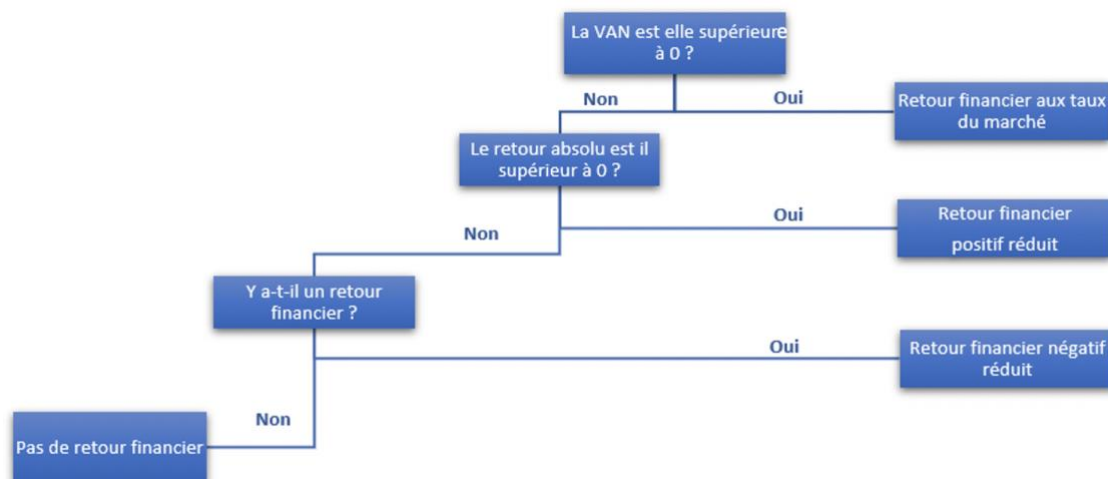


Figure 5 - Retour financier espéré par les investisseurs

Adapté de Spiess-Knafl & Scheck B, 2017

1.1.4.2. Intermédiaires et gestionnaires d'actifs

Les institutions et les gestionnaires d'actifs sociaux se sont développés ces dernières années. Chaque acteur du marché traditionnel a été traduit en un type d'institution similaire, mais avec un objectif social ou environnemental.

a. Les Réseaux

Les réseaux tentent de mettre en relation les acteurs qui travaillent tant du côté de l'offre que de la demande du marché du capital social. Le marché du capital social souffre de coûts de transaction très élevés. Cela peut s'expliquer par la petite taille des investissements et par les coûts élevés de la *due diligence* et de l'identification des cibles. Les critères financiers et sociaux doivent être analysés et évalués. Des coûts de recherche s'ajoutent lors de l'identification de cibles d'investissement attrayantes sur un marché fragmenté et complexe.

En outre, la coopération entre les acteurs du marché du capital social n'est pas bien établie. Certaines conférences réunissent les parties prenantes, mais il n'y a pratiquement pas de coopération entre les investisseurs philanthropiques et ceux axés uniquement sur le rendement. Les réseaux peuvent remplir ce rôle d'intermédiaire entre l'offre et la demande et permettre l'accès à l'expertise. Si nécessaire, les innovations sociales peuvent être rendues visibles et les effets de synergie peuvent être mobilisés au sein du réseau (Maduro et al., 2018).

Certains réseaux dans le monde sont présents dans ce domaine et peuvent donc être définis en fonction du rôle de leurs activités de mise en réseau. Il existe des réseaux qui agissent exclusivement sur l'offre ou la demande, et d'autres qui tentent de les mettre en relation.

L'objectif de l'*European Venture Philanthropy Association* (EVPA) est de rassembler les fonds européens de philanthropie de risque et de leur permettre d'échanger régulièrement. Outre les études et ateliers réguliers, la conférence annuelle est un lieu de rencontre important pour le secteur. Il existe également des organisations qui travaillent sur le flux d'affaires potentielles (« *pipeline* ») et le mettent à la disposition de plusieurs investisseurs (Maduro et al., 2018).

La Fondation Schwab, Ashoka et le Forum Skoll sont des organisations et réseaux d'entreprises sociales octroyant des bourses établies respectivement en Suisse, en Belgique et aux États-Unis. Chaque année, un certain nombre d'entrepreneurs sociaux sont sélectionnés comme boursiers et sont ainsi rendus visibles. Dans le cadre d'un programme de bourse, ils ont accès à des réseaux, des événements et des services gratuits.

b. Conseillers en investissement social

Les banques d'investissement sont les principaux acteurs lorsqu'il s'agit de faire correspondre l'offre et la demande. Les conseillers en investissement social sont aux investissements d'impact ce que les banques d'investissement traditionnelles représentent pour les investisseurs traditionnels. (Spiess-Knafl & Scheck B, 2017)

c. Fonds sociaux de capital-risque

Les fonds sociaux de capital-risque appliquent les concepts de capital-risque au secteur social. Ils ont été examinés pour la première fois par Letts et al. (1997) en relation avec la promesse d'utiliser le concept de capital-risque pour la philanthropie. Elle est donc également connue sous le nom de philanthropie à risque.

Ces fonds doivent suivre certaines règles : ils donnent à leur société de portefeuille un accès à leur réseau, fournissent un soutien (non financier) sous forme de conseils, soutiennent le renforcement des capacités et mesurent les performances (John, 2006). De cette manière, ils allègent la tâche de screening pour les investisseurs en prenant l'entière responsabilité. En échange, ces fonds se voient fournir une importante somme de capital pour avoir un impact

plus conséquent dans leurs choix d'investissement. Les fonds sociaux de capital-risque appliquent des processus de sélection en plusieurs étapes ainsi qu'un certain nombre de critères de sélection. C'est pour cette raison que les investisseurs procèdent à une analyse détaillée avant d'investir afin d'utiliser le capital le plus efficacement possible (John, 2006). Le tableau 1 énumère certains critères de sélection que les investisseurs appliquent qui sont expliqués ci-après.

Concept	Entrepreneur	Marché	Social	Financier
Innovation	Créativité	Problème social	Retour social	Business model
Stratégie	Capabilité de communication	Développement du marché	Atteintes	Due diligence légale
Système de changement	Motivation sociale	Compétition	Transférabilité	Besoin en financement

Tableau 1 - Critères de sélection

Source : Basé sur Heister (2010)

Le concept couvre des aspects relatifs à la fourniture de services spécifiques. Comme les investisseurs traditionnels, les investisseurs de fonds sociaux examinent également les innovations et les stratégies. Il existe des facteurs spécifiques tels que le changement de système envisagé, qui peut se traduire par un changement des conditions de vie du groupe cible ou par de nouveaux modes de pensée sociale (Heister, 2010).

Les traits personnels constituent un autre groupe de critères de sélection. Il est important de comprendre la motivation de l'entrepreneur social pour mieux évaluer les réactions probables lorsque le succès de l'entreprise n'arrive pas comme prévu. En outre, il existe également des critères classiques, tels que la créativité et la capacité à communiquer (Heister, 2010).

Les marchés des entreprises sociales sont analysés selon des critères différents des marchés traditionnels. Si un dysfonctionnement social apparaît, l'important est de cerner le groupe cible qui bénéficie du concept, le nombre de personnes touchées et la manière dont le marché va se développer. Pour l'investisseur, l'aspect de la concurrence et la façon dont les petits entrepreneurs abordent le même problème social existent toujours (Heister, 2010).

Dans le cas des investisseurs qui poursuivent également un objectif social, le rendement social est d'un grand intérêt. Il concerne la valeur créée pour la société et implique l'étendue et la taille du problème social. Un autre aspect concerne la transférabilité du concept : une transférabilité facile augmente son attrait puisque d'autres entreprises sociales pourraient adopter le concept (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

d. Les banques éthiques

Un autre acteur du marché du capital social est le secteur bancaire éthique. Ces banques se concentrent sur une niche croissante du secteur financier qui intègre dans leurs décisions des critères culturels, sociaux, locaux et écologiques. Ces banques refusent également de participer à des classes d'actifs spéculatifs et procèdent généralement de manière transparente avec leurs clients. Il existe même des expériences visant à créer des processus décisionnels démocratiques. Certaines des plus grandes banques éthiques sont organisées au niveau mondial au sein de l'Alliance mondiale pour la banque des valeurs (Global Alliance for Banking on Values, 2019). Le nombre de membres de l'Alliance mondiale est passé de 8 à 54 en 10 ans ce qui prouve un intérêt croissant pour ce secteur (Global Alliance for Banking on Values, 2019).

La nouvelle banque belge NewB en est un bon exemple. NewB a obtenu sa licence bancaire en janvier 2020 après une campagne intensive d'un mois afin d'attirer 35 millions d'euros dans son capital. Elle a pour objectif d'être éthique dans tous ses investissements ainsi que d'être transparente à 100 % avec ses clients. Depuis vingt-quatre ans, aucune banque n'avait été créée en Belgique (la plus récente étant la banque de la Poste en 1995). L'engouement de la population pour de nouvelles méthodes d'investissement, dites plus vertes, n'a fait qu'augmenter ces dernières années et c'est pourquoi l'investissement d'impact pourrait être une solution à un grand nombre de problèmes sociétaux.

e. Bourses sociales

Les bourses sociales représentent un autre type de financement. Il est de plus en plus envisagé comme une forme de financement par actions pour les entreprises sociales matures. Ce type de financement est en cours de développement, comme en témoignent le *Social Stock Exchange* (SSE) et le *Social Venture Connexion* (SVX). Le SSE offre un marché entièrement réglementé pour les introductions en bourse (IPO) ainsi que pour la négociation secondaire. Un élément

essentiel dans l'analyse de la bourse sociale est le rapport d'impact publié chaque année par les différentes institutions inscrites en bourse (Swadia, 2020).

f. Les gouvernements et réglementations

Les gouvernements peuvent aujourd'hui également être des acteurs du milieu de l'investissement responsable. Ces derniers, par le biais de réglementations, d'associations ou d'incitant fiscaux, peuvent solliciter l'investisseur à envisager l'investissement d'impact. Un exemple serait les Principes de l'Investissement Responsable (PRI) créé en 2006 par les Nations Unies. Cette agence permet à des investisseurs, des entrepreneurs et des fonds de communiquer de manière transparente à propos des PRI. En 2018, les PRI comprenaient 1900 signataires qui, ensemble, détenaient ou géraient 81 700 milliards de dollars (Grim D. & Berkowitz D., 2018).

Au moyen de la réglementation, le gouvernement est en mesure non seulement d'interdire, mais également d'inciter. Un exemple d'interdiction serait la loi du 20 mars 2007 en Belgique : « Loi interdisant le financement de la fabrication, de l'utilisation ou de la détention de mines anti personnelles et de sous-munitions » (Service public fédéral finances, 2007). Ce genre de lois, si multipliées à plus grande échelle, permettent d'interdire les financements de pratiques non responsables et anti-écologiques et ainsi de permettre aux investisseurs d'investir leur argent dans le durable et le social éventuellement (Grim D. & Berkowitz D., 2018).

Les réglementations peuvent également promouvoir l'investissement d'impact, inciter l'investisseur ou l'entrepreneur à l'envisager. Un bon exemple serait le projet de « Société d'impact » au Luxembourg. Ces sociétés seront en mesure de recevoir des fonds d'investisseurs institutionnels ainsi que des capitaux issus de la philanthropie. Ces sociétés définiront à la base des objectifs environnementaux et sociaux et une fois ces derniers atteints les dividendes pourront être reversés aux actionnaires. Ces organisations bénéficieraient des avantages des ONG et des sociétés commerciales et pourraient bénéficier d'incitants fiscaux afin de les renforcer (Guézennec C. & Maloche G., 2013).

1.2. Problématique

Suite à notre revue de littérature, nous sommes maintenant en mesure de mettre en évidence de manière générale les différents obstacles freinant le développement de l'investissement

d'impact. Nous nous intéresserons aussi aux perspectives globales du développement de ce dernier sur le marché. Ce chapitre s'intéressera premièrement à une description des perspectives de l'investissement d'impact et deuxièmement nous décrirons les freins à son développement. Ceci conclura notre revue de littérature et nous permettra d'entamer la seconde partie de ce travail qui se concentra davantage sur les obstacles et perspectives observables en Belgique.

1.2.1. Marché actuel - Perspectives

Les chiffres concernant l'investissement d'impact sont toujours difficiles à établir et, une fois établis, ceux-ci restent sujets à controverse, car une définition universelle n'existe toujours pas. Certains investisseurs sous-évaluent leur quantité d'investissements d'impact, en omettant par exemple les obligations vertes ou les investissements en énergie renouvelable. D'autre part, certains surévaluent ce nombre en comptant les investissements ESG ou les placements en finances du développement comme investissements d'impact. En 2019, le *Global Impact Investing Network* (GIIN) rapporte la gestion globale de 502 milliards USD en investissement d'impact contre 218 milliards USD en 2018. Ces actifs seraient gérés par 1340 organisations à travers le monde. Ces investissements se retrouvent dans les marchés développés, mais également dans les marchés en voie de développement (Mudaliar & Dithrich 2019).

La carte, reprise sur la figure 6, illustre que l'investissement social est effectivement présent sur tous les marchés, mais principalement centralisé sur les marchés développés d'Europe de l'Ouest et d'Amérique du Nord. Cela s'explique par la présence de moyens plus importants sur ces marchés et donc par la capacité des investisseurs à investir d'importantes sommes de capital et à s'informer sur les nouveaux moyens d'investissement.

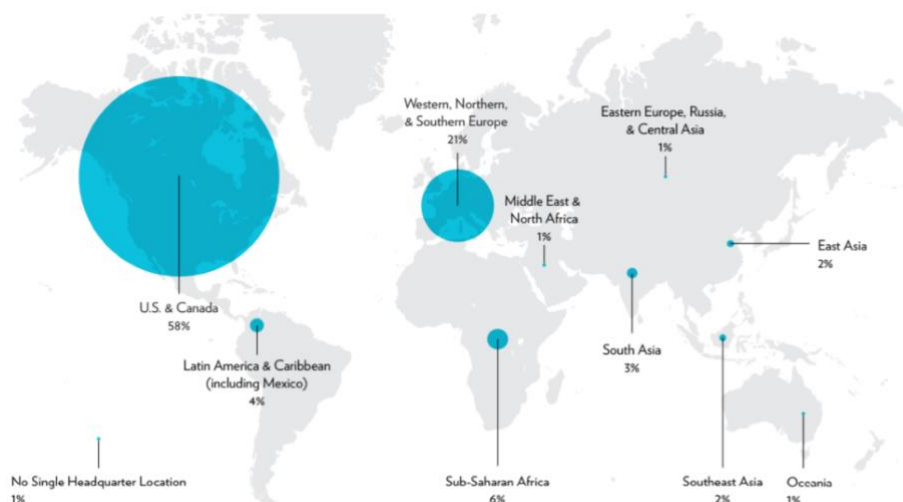


Figure 6 - Localisation des HQ des organisations gérantes d'actifs en d'investissement d'impact

Source : Mudaliar & Dithrich, 2019

Parmi les 1340 organisations gestionnaires de fonds d'investissement d'impact, plus de 60 % sont gestionnaires d'actifs. Près d'une organisation sur cinq est une fondation. Le reste se répartit entre les banques, les institutions de finance de développement, les bureaux de gestion du patrimoine et les propriétaires d'actifs institutionnels. La répartition des organisations impliquées dans l'investissement d'impact est détaillée à la Figure 7 (Mudaliar & Dithrich 2019).



Figure 7 - Organisation par type

Adapté de Mudaliar & Dithrich, 2019

Comme précisé précédemment, en 2019, l'industrie de l'investissement d'impact comprenait 502 milliards de dollars d'actifs sous gestion. La médiane des investisseurs se situait à 29 millions d'investissements alors que l'investissement moyen par organisation était de 452 millions. Ces données montrent que ce marché est constitué de beaucoup de « petits » investisseurs et de quelques investisseurs très conséquents (Mudaliar & Dithrich 2019).

A ses débuts, le secteur de l'investissement d'impact se concentrait sur les gros investisseurs et qu'au fur et à mesure de sa croissance, ce dernier s'est développé dans l'ensemble du marché afin d'être accessible de tous. Il est donc important d'exposer les enjeux pour l'avenir de celui-ci qui sont, d'après Hand D. et al. (2020) :

- Encourager fortement les investisseurs institutionnels à concentrer leurs capitaux dans ce secteur.
- Avertir le secteur privé des opportunités que représente l'investissement d'impact, car ce secteur est encore trop ignorant quant à sa définition et même à son existence.
- Les bénéficiaires de ce type d'investissement sont encore trop peu nombreux, car ignorants ou inquiets quant à l'intégration de ce type d'actif dans leur organisation.

Les obstacles pouvant entraver la bonne exécution de ces enjeux vont être listés, décrits et analysés dans la suite de ce travail.

1.2.2. Obstacles

1.2.2.1. Manque d'information sur le sujet

Une revue de littérature permet de mettre en exergue que le manque d'information représente un obstacle majeur au développement du secteur de l'investissement d'impact dans le monde. En effet, la définition de l'investissement d'impact n'étant pas encore standardisée, une estimation du marché total reste compliquée. De plus, le flou derrière cette définition permet à des entreprises mal intentionnées d'en profiter afin de faire du *green washing – impact washing* dans ce cas-ci – en proposant des actifs entrant prétendument dans la catégorie d'investissement d'impact alors qu'il n'en est rien (Wallace C., 2019).

Cela entraîne une rétraction de la part des investisseurs avertis de ces pratiques. Comme pour toute nouvelle méthode d'investissement, l'investisseur a besoin d'établir une relation de confiance avec l'organisation où il place son capital. Les pratiques d'*impact washing* entravent cette confiance et font reculer certains investisseurs curieux d'entrer sur le marché de l'investissement d'impact. De plus, pour l'investisseur, ce manque de confiance est probablement accentué par la difficulté à identifier l'ampleur du marché de l'impact (Wallace C., 2019).

1.2.2.2. Méthodes de mesure de l'impact trop nombreuses et trop fragmentées

Il ressort clairement de la revue de littérature que les méthodes d'évaluation de l'impact sont encore trop nombreuses. À ce jour, aucune méthode standardisée ne permet à l'investisseur de comparer des investissements issus d'organisations différentes et proposant des impacts différents. L'importance de cet aspect de l'investissement d'impact est reprise dans la section 2.3 de ce travail. Il faut bien retenir que cette mesure de l'impact permet aux investisseurs et gestionnaires de fonds de choisir l'organisation pour placer leur capital. Aussi, cette mesure est une manière, pour l'organisation elle-même, de prouver l'importance de son impact et ainsi attirer les investisseurs pour se créer un capital de base ou pour s'étendre (Hochstadter & Scheck, 2015).

Il est impossible actuellement pour l'investisseur de comparer l'impact produit par une entreprise plantant des arbres dans la forêt amazonienne avec une entreprise de logements sociaux proposant des logements à prix réduit pour des familles à bas revenus. En effet, ces deux impacts sont d'une part, environnementaux et d'autre part, sociaux. La comparaison est difficile, mais cependant indispensable pour un investisseur voulant optimiser l'impact de son portefeuille (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

Cet obstacle est majeur, car il exige un investissement en temps pour l'investisseur. Celui-ci va devoir investir dans des études afin de déterminer l'investissement qui entraînera l'impact le plus important. La principale difficulté à cette estimation réside dans le fait que l'impact se mesure principalement au moment de son occurrence. Il est donc difficile d'anticiper cet impact avant qu'il ne se produise réellement. Ces études ne seront pas fiables à 100 %, mais tenteront au maximum d'approcher la réalité (Hochstadter & Scheck, 2015).

1.2.2.3. Marché trop récent, pas assez d'antécédents, trop peu d'acteurs

La revue de littérature retrace l'histoire des investissements sociaux de la philanthropie aux investissements d'impact. Ce terme ayant vu le jour en 2007 lors d'un événement de la fondation Rockefeller, ces méthodes restent encore fort récentes et les investisseurs n'ont accès qu'à très peu d'exemples. La plupart de ces placements sont toujours en cours et ne prouveront leur utilité qu'à terme. Ces freins n'incitent donc pas un investisseur à prendre le risque d'investir (Guézennec C. & Maloche G., 2013).

Cette jeunesse est un obstacle autant pour la croissance du nombre d'investisseurs, que pour les organisations bénéficiant des investissements d'impact. En effet, ce manque d'antécédent entraîne une peur de la part de ces organisations, souvent récentes. Les réussites du passé peuvent rassurer les petites organisations. Si ces preuves ne sont pas disponibles, ces jeunes entreprises pourraient continuer à se concentrer sur des fonds émanant d'entreprises ne respectant pas les principes ESG, et de ce fait, sortiraient instantanément de la catégorie investissement d'impact (Guézennec C. & Maloche G., 2013).

Le nombre d'acteurs présents dans ce secteur est en constante expansion, mais le manque d'expériences de ce marché récent ne permet pas d'atteindre les chiffres espérés en termes d'adhérents. Il faut donner aux investisseurs traditionnels des éléments fiables. Un nombre trop limité d'acteurs pourrait immobiliser la croissance du marché et le faire chuter (Vecchi et al., 2017).

1.2.2.4. Réglementations freinant le développement de l'investissement d'impact

Comme précisé dans la revue de littérature, les réglementations n'empêchent pas les investisseurs de placer leur capital dans les investissements sociaux, mais elles ne les encouragent pas non plus. Les autorités sont en mesure d'accorder des avantages fiscaux, ou autres, aux acteurs de ce marché afin d'en attirer un maximum, mais elles ne le font pas encore assez. Les différentes associations, présentes sur ce marché, doivent se concentrer sur leur profit afin d'attirer des investisseurs en leur proposant un rendement équivalent aux investissements traditionnels. D'après l'OCDE (2020), ce genre d'associations devrait plutôt se concentrer sur l'impact qu'elles produisent. Cela crée un conflit d'intérêts.

Le progrès le plus important dans ce domaine est l'intégration croissante de l'Analyse d'Impact de la Réglementation (AIR) dans les pays de l'OCDE. L'adoption de cette méthode permet aux pays de mettre en évidence les différentes lacunes et opportunités présentes dans la réglementation de leur territoire afin d'améliorer l'utilisation de méthode d'impact. L'AIR est maintenant adopté par l'ensemble des pays de l'OCDE, à quelques exceptions près. L'expérience de ces pays a permis de mettre évidence des difficultés administratives et techniques présentes lors de l'élaboration de cette analyse (OCDE, 2020).

La réglementation peut être un obstacle au développement de l'investissement d'impact, car des lois fiscalement favorables aux investisseurs pousseraient les organisations à se concentrer sur l'impact et non plus sur le rendement financier.

1.3. Conclusion du chapitre

En conclusion de ce chapitre, les différentes perspectives et obstacles au développement de l'investissement d'impact ont été détaillés. Différents constats de ce chapitre sont à mettre en évidence pour poursuivre l'étude de ce sujet.

Premièrement, concernant les perspectives, malgré les difficultés à établir des chiffres précis, il ressort que le marché de l'investissement d'impact est en plein essor. En effet, celui-ci était valorisé à 114 milliards USD en 2017, suivi de 228 milliards USD en 2018 pour atteindre 502 milliards USD en 2019 (Hand D. et al., 2020). En outre, en plus de sa présence importante en Amérique du Nord et en Europe de l'Ouest, son développement, bien qu'encore faiblement, commence à toucher d'autres régions du monde.

La revue de la littérature a permis de mettre en évidence quatre principaux obstacles au développement du marché d'investissement d'impact :

- Le premier obstacle est le manque d'information sur le sujet. Ce manque d'information ne permet pas une définition de l'investissement d'impact mondialement uniformisée ce qui laisse la porte ouverte à diverses interprétations et complique l'estimation de ce marché.

- Deuxièmement, les méthodes de calcul de l'impact étant encore trop nombreuses et trop fragmentées, il est difficile pour un investisseur de comparer deux investissements n'ayant pas un impact de nature similaire.
- Troisièmement, l'investissement d'impact a vu le jour en 2007, il est donc relativement récent et souffre de sa nouveauté par un manque d'antécédents pouvant rassurer de potentiels investisseurs. De plus, cette relative « jeunesse » entraîne, également, le manque d'acteurs, ce qui ne favorise pas l'augmentation rapide de nouveaux adhérents et pourrait donc entraîner l'immobilisation de ce marché.
- Finalement, le dernier obstacle identifié concerne les réglementations mises en place. En effet, bien que ces dernières ne bloquent pas l'investissement d'impact, elles ne le favorisent pas pour autant alors que les autorités ont les moyens de faire croître ce marché.

La revue de la littérature détaillée dans les premières sections de ce travail a permis de mettre en évidence les perspectives mais également les obstacles de l'investissement d'impact, et ce, au niveau mondial. Ces éléments ont servi de base à une analyse empirique de la situation du marché de l'investissement d'impact en Belgique. Cette analyse empirique a été réalisée via des différents entretiens semi-directifs avec divers acteurs de ce marché. Les résultats de cette revue de la littérature et de cette analyse nous permettront de répondre à notre question de recherche : « Quels sont les perspectives et obstacles au développement du marché de l'investissement d'impact en Belgique ? »

Chapitre 2 : Situation sur le marché belge : Analyse empirique

Nous allons au cours de ce chapitre exposer notre méthodologie d'analyse et nos résultats concernant les perspectives de développement d'investissement d'impact sur le marché belge. Ensuite, nous exposerons ces résultats en termes d'obstacles pouvant freiner ce développement et finalement nous interpréterons l'ensemble de ces résultats.

2.1. Objectifs et méthodologie

Après avoir élaboré une revue de littérature basée sur des articles scientifiques et des rapports de recherches afin de décrire ce qu'est l'investissement d'impact et d'établir les obstacles à son développement, nous allons analyser empiriquement ces perspectives et obstacles.

Pour la partie empirique de ce travail, nous allons faire une collecte de données qualitatives par entretiens individuels semi-directifs. Cela nous permettra de comparer nos données tout en laissant place à une certaine flexibilité de réponse pour nos intervenants. Nous voulons dire par là que nous allons d'abord demander quels sont les obstacles et perspectives présents sur le marché belge pour ensuite demander un avis sur ceux observés dans la revue de littérature. Afin de mener à bien ces interviews, nous avons mis en place un guide d'entretien (Annexe 1) pour diriger, au mieux, nos interlocuteurs vers les informations qui intéressent notre recherche. Cette méthode nous semble la plus adaptée dans le sens où nous ne sommes pas à l'abri d'avoir manqué un obstacle ou une perspective sur ce marché. Au fur et à mesure des entretiens, nous serons en mesure d'alimenter notre guide d'entretien et par la même occasion notre connaissance sur le sujet.

Pour faire suite à ces entretiens, nous allons analyser les données obtenues auprès de nos interlocuteurs afin d'en tirer des conclusions. Afin d'améliorer la pertinence de ce travail, nous allons travailler avec le principe de diversité des sources, c'est pourquoi nous allons, sur le marché de l'investissement d'impact, recueillir des témoignages de différents secteurs d'acteur (clients, fonds, banques, associations). Il nous semble important d'inclure différents rôles afin d'avoir des points de vue différents, des entrées multiples et de pouvoir croiser ces regards pour en tirer des conclusions.

Le nombre d'entretiens effectués a été défini sur base du principe de saturation, nous avons donc effectué des entretiens jusqu'à ne plus tirer de nouvelles informations.

Afin de constituer notre base de données, nous avons interviewé les acteurs repris ci-dessous. Une retranscription complète des entretiens ainsi que du guide utilisé se trouvent en annexe de ce travail.

- Philippe Evrard, *Strategic Investment Advisor* chez la banque Belfius, ce dernier s'occupe entre autres des deux fonds à double impact de cette banque.
- Maxime Desaive, responsable au développement commercial chez Funds For Good qui est une société belge commercialisant des fonds de placement à impact et qui verse 50% de ses revenus dans son ASBL proposant des microcrédits.
- Olivier de Broqueville, directeur du service de finance internationale et ainsi que du service CSR et ancien membre du comité exécutif chez BNP Paribas Fortis. Il est aussi maître de conférence à la Louvain School of management. Ce dernier n'a pas souhaité être enregistré, la retranscription de cet entretien ne sera donc pas présente dans les annexes de ce travail.
- Philippe Mauchard, *Chief Investment Officer* chez SPDG, une société de gestion de portefeuille pour la famille Périer d'Ieteren investissant occasionnellement dans le secteur de l'impact.
- Aymeric Jung, conférencier, acteur engagé de l'investissement d'impact et *managing partner* dans le fond d'impact suisse, Quadia.
- Un doctorant suisse, souhaitant garder l'anonymat nous le citerons comme Mr. D, rédigeant une thèse sur le sujet de l'investissement d'impact.

- François de Borchgrave, fondateur et *managing partner* chez KOIS, une entreprise de financement d'impact. Il était également Professeur à Solvay Brussels School pour les cours de *Entrepreneurial Finance*, *Environmental Management* et *Social Entrepreneurship & Impact Investing*.
- Giuseppe Pagano, Professeur à l'Université de Mons en Finance publique et Fiscalité.
- Bruno Colmant, CEO de Degroof Petercam, l'un des plus gros gestionnaires d'actif sur le sol Belge, acteur dans le secteur de l'impact. Il est également Président du Belgian Finance Center, Professeur de finance dans plusieurs université ainsi qu'auteur de plusieurs ouvrage sur la finance, dont certains sur la finance responsable.

2.2. Résultats

2.2.1. L'investissement d'impact en Belgique

Avant de commencer notre analyse des résultats des perspectives et obstacles du développement de l'investissement d'impact sur le marché belge, il est intéressant d'avoir, une vue d'ensemble de ce marché, à ce jour. Afin de représenter le marché belge de l'investissement d'impact, nous avons utilisé le réseau Solifin. Selon Credal (2019), une des sociétés fondatrices, « Solifin est un réseau belge d'acteurs de la finance éthique et durable ». Sur la plateforme, nous retrouvons une cartographie reprenant une partie des divers acteurs participants au financement à impact en Belgique (figure 8) et étant utile pour dresser l'état des lieux de ce marché.

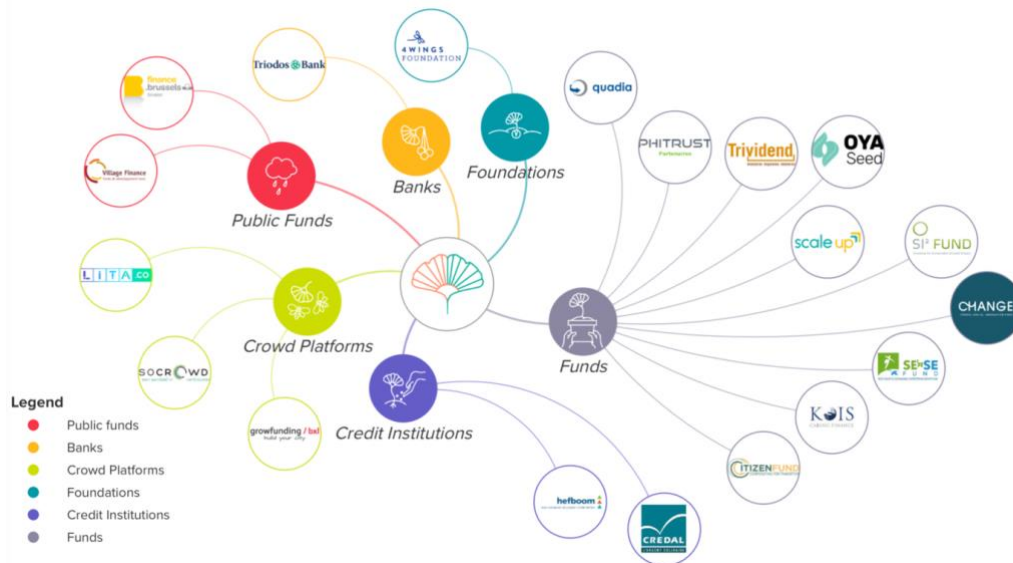


Fig. 8 - Réseau de Solifin

Source : Solifin, 2020

a. Investisseurs

Selon un de nos intervenants, Olivier de Broqueville, les fondations belges devraient analyser les nouveaux dispositifs d'investissement responsable, dont l'investissement d'impact. En effet, de plus en plus de fondations utilisent les outils de *venture philanthropy* qui se sont développés ces dernières années en Europe. Certains de ces outils leur permettront de relier leurs actions à de l'investissement d'impact et par la même occasion de se détacher du système de dons classiques tout en provoquant un retour financier. De plus, ce dernier engendra une augmentation des moyens financiers disponibles pour les bénéficiaires de ces fondations.

Il est aussi intéressant de souligner la présence des plateformes de *Crowdfunding* en pleine expansion sur le marché belge. En effet, selon une étude menée par la *Financial Service and Market Authority* (FSMA) de 2012 à 2017 sur 5 plateformes de *crowdfunding* actives en Belgique, ce secteur est en pleine croissance. Nous observons une augmentation annuelle moyenne de 100 % en termes de projets et de 140 % en termes de montants récoltés sur cet échantillon (FSMA, 2018). Dans ce dernier, nous pouvons retrouver Lita.co, cité par M. Desai, lors d'un entretien comme exemple de plateforme de *crowdfunding* faisant de l'impact. De plus, l'année 2017 est marquée par l'entrée en vigueur de l'avantage fiscal procuré par le *tax Shelter* ce qui favorise d'autant plus ce type d'investissement.

b. Fonds publics et incitants fiscaux

Comme expliqué dans la première partie de ce mémoire, le gouvernement, les fonds publics, et les réglementations imposées par ces derniers sont en mesure de jouer un rôle majeur sur ce marché.

Il existe en Belgique plusieurs acteurs publics tels que la Société Régionale d'Investissement de Bruxelles (SRIB) ou encore la Société Fédérale de Participation et d'Investissement (SFPI). Le rôle du SRIB, aussi connu sous le nom de « finance & invest brussels », est de fournir des prêts ou des prises de participations dans des start-up ou scale-up bruxelloises afin de les aider en début de projet (SRIB, 2020). Le rôle de la SFPI est beaucoup plus focalisé sur le secteur durable. Ces derniers proposent d'investir dans « des entreprises se distinguant par leur valeur sociétale intéressante dans un des secteurs prioritaires » (SFPI, 2020). Ce genre d'initiative publique permet une entente entre le secteur public et le secteur privé.

Une autre mesure mise en place est le *tax shelter*. Celui-ci fournit des incitants fiscaux aux personnes désirant investir dans de petites entreprises, dont les entreprises sociales font partie (SPF Finance, 2020). Cela ne concerne pas uniquement le marché de l'impact, mais il le favorise. Cette mesure sera détaillée dans la suite de ce travail.

c. Les intermédiaires

Au sein de la catégorie des intermédiaires, nous retrouvons toutes les entités mettant en relation les investisseurs avec les entreprises sociales. Cette catégorie est celle que nous avons le plus interrogée au cours de nos entretiens, car les intermédiaires sont ceux ayant une vision plus globale du marché. Nous retrouvons entre autres les fonds d'impact, les banques classiques avec un objectif environnemental ou social et les banques durables. Il faut être conscients que les fonds d'impact belge n'opèrent pas forcément uniquement en Belgique et que les fonds d'impact étranger sont également acteurs sur le marché belge.

Les intermédiaires ne concernent pas uniquement la relation entre les entreprises sociales et les investisseurs. En effet, les réseaux servent de catalyseur pour tous les acteurs du secteur l'impact. Grâce à ces derniers, les différentes sphères de ce secteur sont en mesure d'échanger et partager leurs méthodes de mesures, leurs expériences, leurs investisseurs, etc. (Maduro et al., 2018). Le réseau Solifin, cité précédemment, en est d'ailleurs un bon exemple.

2.2.2. Obstacles

2.2.2.1. Définition incomprise

Les avis des différentes personnes interviewées divergent sur cet obstacle, certains ne le considèrent pas du tout comme un frein alors que d'autres le voient comme l'un des principaux freins.

Maxime Desaiève (M. Desaiève) nous précise, que du côté de ses clients et des potentiels clients du secteur, le problème principal relève du manque d'éducation financière générale de la population. Cet obstacle pousse les gens à se diriger vers leur banquier ou vers des intermédiaires traditionnels dans la plupart des cas pour être conseillés. Il spécifie également que le problème ne fait qu'amplifier en rentrant dans le secteur de l'investissement d'impact, les différents acteurs n'en ont pas la même définition et cela pose de sérieux problèmes aux acteurs étant réellement dans le milieu. Dans le cadre de sa fonction, il se retrouve fréquemment en contact avec des intermédiaires du secteur de l'investissement d'impact et souvent, ces derniers ont des définitions différentes ou inexactes de son point de vue.

Aymeric Jung (A. Jung) nuance cet avis dans le sens où d'après lui, la définition du Global Impact Investing Network est claire et généralisée, mais il existe toujours une importante distinction incomprise entre les investissements socialement responsables et les investissements d'impact. Beaucoup d'investisseurs associent une entreprise travaillant dans l'énergie renouvelable à une entreprise créant forcément de l'impact, il précise qu'il faut vérifier chaque aspect de l'entreprise avant de la classer dans une catégorie. M. Desaiève ajoute qu'afin de bien distinguer les deux secteurs, il faudrait préciser s'il est réellement possible de faire des investissements d'impact dans des entreprises cotées. De son point de vue, investir dans une telle société ne donne pas réellement un sens à son investissement, car ce dernier n'est qu'un investissement parmi tant d'autres.

Pour François de Borchegrave (F. de Borchegrave), le manque de standardisation autour de la définition n'est pas un obstacle actuel, mais plutôt un frein potentiel. Selon lui, la majorité de la population ne peut pas concevoir qu'il est possible d'avoir « le beurre et l'argent du beurre ». Philippe Mauchard (P. Mauchard), du point de vue d'un investisseur, voit deux définitions à l'investissement d'impact : une étroite, ainsi qu'une plus large. La première définition, la plus étroite, se situe au niveau de l'objectif *financial-first*, l'investisseur aura donc pour but premier

de faire de l'impact, mais avec un retour financier souvent capé. Comme exemple, SPDG a investi dans l'école de codage bruxelloise Bencode. Si cette dernière atteint ses objectifs envers Actiris, cellule de remise à l'emploi, alors ils seront payés et SPDG obtiendra un rendement de 6 % ce qui n'est pas très risqué. Mais dans le cas contraire, la totalité de l'investissement est perdue. Cela met d'ailleurs en exergue que dans ce cas-là, l'investisseur n'a aucune stratégie de sortie. La deuxième définition, plus large, se situe au niveau des investissements *impact-first*, qui vise à d'abord chercher l'impact et ensuite regarder l'aspect financier.

Selon Olivier de Broqueville (O. de Broqueville), il faut également faire attention au mode de rémunération des intermédiaires de financement. Dans certaines banques, le conseil en investissement est récompensé par le biais de commissions et pour ce genre d'investissements, les banquiers en reçoivent rarement.

Enfin, Giuseppe Pagano (G. Pagano) précise, toujours dans l'esprit d'intentionnalité, que les termes l'investissement d'impact sont souvent utilisés abusivement par des entreprises dans le but de faire du *greenwashing* ou *impact washing*. De plus, son avis est assez formel sur le fait que faire de l'impact pour une grosse société n'est qu'une manière de faire du marketing, même si l'impact est réel. La plupart du temps, l'intention d'améliorer son image, plutôt que de faire réellement de l'impact justifie ce type d'investissements.

2.2.2.2. Méthodes de calcul d'impact trop nombreuses et trop fragmentées

F. de Borchgrave ne situe pas la diversité des méthodes de calcul d'impact comme un obstacle ; pour cette raison, il n'a d'ailleurs jamais eu de refus d'investissement d'impact au sein de KOIS invest. Il précise, par contre, que cela peut être perçu comme un obstacle, car certains l'utilisent comme excuse pour ne pas se lancer dans cette méthode d'investissement. Il en déduit donc que ces personnes n'ont pas d'intention réelle de faire de l'impact.

P. Mauchard explique que les méthodes de calculs sont certes très nombreuses, mais les 17 *Sustainable Development Goals* émis par les Nations Unies sont un indicateur assez généralisé en Belgique. Ils permettent à tout un chacun de se faire une idée de l'impact potentiel d'un investissement. De plus, M. Dessaive précise que la valorisation de l'impact varie d'une personne à l'autre et, de ce fait, proposer un nombre réduit de méthodes de calcul semble

difficile. Pour cet acteur, établir une méthode de calcul universelle pour l'impact **environnemental** serait crédible, car un grand nombre d'études permettent de valoriser les coûts évités par la mise en place de mesures de prévention. Alors que l'impact **social** serait difficile, voire impossible à calculer, car il varie fortement en fonction des situations.

A. Jung compare le principe des critères ESG avec les méthodes de calcul de l'impact. Les entreprises aujourd'hui, remplissent une grille de critères environnementaux, sociaux et de gouvernance afin de faire « bonne figure » et ainsi correspondre aux attentes des autorités. Pour lui, une standardisation des méthodes d'évaluation de l'impact causerait la même réaction de la part des entreprises sans but d'impact, une uniformisation deviendrait une banalisation. Au sein de Quadia, notre interlocuteur a l'opportunité de travailler beaucoup dans le secteur de l'agriculture responsable et donne l'exemple du Bio en 2010. À l'époque, des agriculteurs ont décidé de produire dans le respect de l'environnement. Faisant suite à l'engouement du consommateur pour ce processus, les multinationales ont cherché à obtenir le label sur leurs produits en ne respectant que les aspects bio et en laissant de côté les aspects gouvernance, sociaux et environnementaux. A. Jung pense donc que le modèle de calcul doit rester dynamique au risque que les multinationales rentrent dans un « Canevas Impact » et fassent passer leurs pratiques comme si elles visaient réellement l'impact.

O. de Broqueville voit un réel obstacle dans la diversité des méthodes d'évaluation de l'impact. Ce processus étant pour lui, indispensable pour attiser l'intérêt des investisseurs. Il existe deux méthodes pour le mettre en place. Soit le faire soi-même, soit le faire faire par une institution compétente. Le faire soi-même relève de l'impossible pour des institutions telles que KBC dans le sens où ces dernières sont considérées d'avance comme néfastes pour l'environnement. Le processus pour prouver leur implication honnête est donc beaucoup plus coûteux en temps et en argent. C'est pourquoi KBC le sous-traite, mais cela induit également des coûts importants qui pourraient écarter certaines banques de ce domaine. Pour O. de Broqueville, les grandes institutions ont la puissance de levier pour faire basculer l'investissement d'impact dans la catégorie des investissements « normaux ». Mais pour cela, il faut que ce genre d'obstacle soit écarté et que la transparence de ces institutions puisse être comprise comme publique et honnête.

2.2.2.3. Secteur de l'impact trop récent

a. Manque d'antécédents

O. de Broqueville allie cet obstacle avec la définition non standardisée : pour lui, le manque de compréhension à propos de l'investissement d'impact est également dû au manque de matière première à la création de ce dernier. D'ailleurs, M. D. nous indique que, pour lui l'investissement d'impact justifie ses rendements par l'utilisation de preuves grâce aux autres outils d'investissement responsable, car ces derniers n'ont pas assez de passé que pour prouver son efficacité. P. Mauchard confirme en tant qu'investisseur que le recul est encore trop étroit que pour avoir confiance en cette méthode d'investissement ; malheureusement, ce recul ne va pas devenir plus important si les investisseurs pensent de la sorte.

M. Desaiève associe également cet obstacle au problème de description de l'investissement d'impact. D'après lui, si placer son argent dans une entreprise installant des parcs éoliens est apparenté à de l'investissement d'impact, alors les preuves de réussite ne manquent pas. Pour lui, l'historique des antécédents est réduit, car ce type de placement se fait pour l'instant à petite échelle et n'a donc pas un référencement digne d'investissements traditionnels.

A. Jung, au sein de Quadia, se retrouve également limité en matière de preuve importante et surtout probante. De plus, il précise que chaque secteur a ses difficultés : lors d'une crise comme celle du COVID, certaines entreprises sont impactées négativement, mais certaines entreprises d'impact se surpassent beaucoup plus. D'après A. Jung, l'économie de demain est apparentée à 5 catégories ; le local, le collaboratif, le fonctionnel, le bio mimétisme (s'inspirer de la nature) et le circulaire (TEDx Talks, 2018). Cette économie est en partie financée par les investissements à impact et réagit de manière différente à une crise telle que celle du COVID. Comme exemple, notre interlocuteur nous cite le cas belge de « La ruche qui dit oui » qui donne accès à différents produits alimentaires de la part de producteurs locaux. Cette entreprise durant la crise a vu son chiffre d'affaires quadruplé, car la population s'est redirigée vers ce genre de petites entreprises capables de s'adapter plus vite au changement de normes. Ce genre d'exemples pourra servir à l'avenir de cas de réussite dans les investissements d'impact. Bruno Colmant (B. Colmant) qualifie d'ailleurs cette crise de « bon stress test » pour les investissements d'impact.

b. Manque d'acteurs

Cet obstacle est assez important pour la plupart de nos interlocuteurs. Selon M. D., l'investissement d'impact est un secteur de niche, qui ne concerne qu'une part minime de la finance durable, limitant, par conséquent, fortement le nombre d'acteurs.

O. de Broqueville relève une des caractéristiques principales de l'investissement d'impact qu'est la transparence. Or, comme expliqué précédemment, les banques ne sont ni formées ni fondées pour être crédibles sur ce point-là. D'après notre interlocuteur, même Triodos, banque durable, ayant pour réputation d'être à 100 % transparente, a des problèmes dans ce domaine. Les banques ne sont donc pas de bons intermédiaires pour l'investissement d'impact à moins qu'elles fassent appel à des tiers pour être transparents à leur place. Cependant, B. Colmant explique que les banques traditionnelles ne travaillent pas assez avec l'impact. D'après lui, elles devraient faire un travail de pédagogie à ce sujet afin d'être plus claires pour le client.

D'après M. Desai, le nombre d'acteurs est également lié à la définition. Ce dernier affirme que les sociétés cotées en bourse ne sont pas dans le secteur de l'impact d'après Funds for Good, alors que certains intermédiaires ne pensent pas de même. Quadia s'accorde d'ailleurs sur cette affirmation. La nouveauté du secteur, pour lui, n'est pas la cause du manque d'acteurs : il associera plutôt ce problème au manque de connaissance du secteur par ses acteurs. Cette lacune influe négativement sur la publicité de l'investissement d'impact et donc sur le nombre de nouveaux adhérents.

A. Jung explique également le problème au niveau des entreprises plus anciennes ; ces dernières, même si elles voulaient intégrer des concepts d'impact dans leurs processus de fonctionnement, feraient face à des contraintes de coût et de temps. Elles justifieront donc leur choix de ne pas adhérer à l'impact par le fait que leur environnement compétitif est trop intense. Elles se préoccuperont de leur impact quand elles auront le temps et l'argent nécessaires. Du côté des investisseurs, le blocage va être le même d'après notre interlocuteur de chez Quadia. L'investisseur va la plupart du temps voir un choix d'impact au détriment de la performance : ce genre de manière de penser est due à un manque d'éducation par rapport à ce secteur. Cela représente donc un réel frein au nombre d'investisseurs. Pour les nouvelles entreprises, c'est différent, affirment O. de Broqueville et A. Jung. Ce blocage disparaît quand une entreprise invente un produit ou un service innovant capable d'apporter un impact positif sur la planète ou la société. Malheureusement, d'après O. de Broqueville, le nombre de jeunes entreprises

innovantes n'est pas encore assez élevé et ni assez diversifié, alors que ce sont les plus crédibles pour l'investisseur. O. de Broqueville et B. Colmant affirment que, pour attirer plus d'acteurs dans le secteur, il faut que les opportunités d'investissement d'impact soient aussi diversifiées que pour les investissements traditionnels.

Enfin, deux de nos interlocuteurs, M. Desaiwe et A. Jung, parlent d'avancées majeures sur le plan des acteurs depuis la création du réseau Solifin qui permet un rassemblement et une communication entre les secteurs de la finance durable en Belgique.

2.2.2.4. Législation non adaptée

La plupart de nos intervenants n'étaient pas au courant des différentes mesures mises en place, favorables ou défavorables à l'investissement d'impact au niveau de l'environnement législatif. Cela est étonnant, car ils sont tous acteurs dans ce domaine. Cependant, ces derniers ont cité quelques lois pouvant repousser ou attirer les investisseurs. Nous avons poursuivi nos recherches afin de décrire ces lois.

a. Législations décourageantes

M. Desaiwe nous spécifie également que le régulateur belge n'autorise pas les investisseurs à investir dans des projets non cotés. Si un investisseur veut investir en Belgique, il peut se rendre chez son banquier et acheter des fonds de placements cotés. De plus, si quelqu'un veut se constituer une épargne pension, il peut investir environ 1000 euros par an qui seront défiscalisés, mais encore une fois cette somme sera investie dans des projets cotés. Un investisseur non averti (n'ayant pas au minimum 1 million de valeurs mobilières placées) ne peut pas s'engager dans des investissements non cotés ou dans des produits d'assurance, d'après notre interlocuteur.

Philippe Evrard (P. Evrard) et O. de Broqueville nous expliquent que le l'Autorité des Services et Marchés financiers (FSMA) est très pointilleuse sur le lancement de certains projets. La forme est très importante et il arrive fréquemment qu'un projet durable soit bloqué, car un détail manque au niveau de la forme. De plus, F. de Borchegrave ajoute que, d'un point de vue réglementaire, les investissements d'impact sont considérés comme risqués en référence à la

réglementation MiFID II³ (*Market in Financial Instruments Directive*) qui souligne que l'on ne peut pas conseiller de *private equity*⁴ car ce sont des investissements non liquides et trop risqués.

O. de Broqueville, de son point de vue chez KBC, spécifie également que la vérification en interne est un frein. Plus l'organisation est importante, moins il y a de deuxièmes chances en cas d'erreur législative. Ce climat est donc considéré comme un frein au développement de nouveaux projets.

b. Législations encourageantes

La directive MiFID II a été reprise par M. Desai et O. de Broqueville comme influençant positivement le marché de la finance responsable. À la suite de l'instauration de cette mesure, un Groupe d'experts a été mis en place au sein de la Commission européenne. Ce groupe analyse les entreprises au niveau des mesures ESG établies comme obligatoires depuis la publication le 9 mars 2020 du rapport final sur la taxonomie de l'Union européenne. D'après nos interlocuteurs, pousser les entreprises traditionnelles à adapter leur manière d'impacter la planète va entraîner une prise de conscience de la part des investisseurs (Commission européenne, 2020). Grâce à cela, le marché de l'impact, déjà respectueux de ces mesures, pourrait être mis en valeur.

L'obstacle précisé précédemment en lien avec l'incapacité d'un petit investisseur à investir dans le *private equity* peut être contourné grâce à des plateformes de crowdfunding durable comme nous le précise M. Desai. D'ailleurs, A. Jung nous explique que ces investissements dans de petites organisations sont sujets au *Tax Shelter*. Grâce à cette loi, il est possible d'investir dans de petites entreprises débutantes, ou en croissance et de bénéficier d'une déduction d'impôt à hauteur de 25 %, 30 % ou encore 45 % en fonction de l'entreprise (SPF Finance, 2020). Cette loi couplée à une plateforme de crowdfunding durable, comme LITA, permet au petit investisseur de bénéficier d'un avantage fiscal en investissant dans des projets durables.

³ « La directive MiFID II (pour Markets in Financial Instruments Directive) est une directive européenne qui fixe notamment les règles auxquelles doivent se plier les établissements financiers qui fournissent des services d'investissement et/ou des services auxiliaires, c'est-à-dire qui distribuent notamment des instruments financiers et des dépôts structurés. » (FSMA, 2020)

⁴ Investissement non-liquide et risqué à long terme dans une société afin de lui permettre une croissance, attente de retour financier supérieur au marché coté. (Investopedia, 2020)

2.2.2.5. Performance financière

La performance est un obstacle qui nous a été apporté par notre premier interlocuteur P. Evrard. Chez Belfius, il est certain que si le retour financier des fonds à impact venait à décroître, le nombre d'investisseurs diminuerait également. Il nuance par le fait que les résultats peuvent être moins importants qu'un investissement traditionnel, car ces derniers sont à additionner d'un impact positif. O. de Broqueville appuie cet avis en expliquant que 90 % de ses clients prétendent que l'impact est leur premier objectif, mais qu'il n'en croit que la moitié.

F. de Borchegrave explique, que, dans le cas d'investissements dans le secteur du *private equity*, il est impératif que les retours financiers soient à hauteur des risques pris par l'investisseur. De plus, P. Evrard rappelle que le coût pour une banque à l'ouverture d'un fond d'impact est assez conséquent et n'est pas repris dans les coûts pour le client. Il est donc impératif que le fond se surpasse au risque que les intermédiaires que sont les banques traditionnelles se retirent du marché.

Finalement, M. Desai et A. Jung soutiennent le fait que l'investisseur doit comprendre que son investissement est à long terme et que les résultats ne seront pas apparents dans le court terme. Mais les résultats financiers doivent être au rendez-vous sinon les investisseurs se retireront du projet qui ne verra pas le jour et de ce fait, l'impact ne prend pas place : l'investissement est donc perdu pour l'entreprise sociale et pour l'investisseur.

O. de Broqueville justifie le fait que la performance financière est indispensable en nous expliquant les 4 besoins financiers des individus. Ces besoins sont le cash, le crédit, l'investissement et la protection par l'assurance. Si la performance financière n'est pas présente, l'investisseur ne comblera pas son besoin d'investissement lui permettant de financer ses projets. Il sortira donc automatiquement du secteur de l'impact afin de reprendre des investissements moins risqués et plus traditionnels le confortant dans ses projets.

2.2.3. Perspectives

Après avoir analysé les constats faits au cours de notre revue de littérature avec nos intervenants, nous trouvons intéressant de voir avec eux ce qu'ils pensaient des perspectives de développement de l'investissement d'impact. Nous les avons interrogés à propos de ce qu'ils pensaient de la croissance actuelle de ce secteur et du futur de ce dernier. Les informations

données ci-après sont donc majoritairement des avis personnels de professionnels du secteur. L'ensemble des interlocuteurs sont formels sur le fait que l'investissement d'impact est destiné à continuer à croître, car la population est de plus en plus consciente des problèmes environnementaux et sociétaux. F. de Borchegrave relève le fait que les résultats en performances financières et en impact des investissements réalisés aujourd'hui définiront l'avenir de ce secteur. Cependant, il précise que le secteur doit « développer une palette d'opportunités d'investissement pour les investisseurs qui répondent à leurs différents besoins de risque, de rendements et de liquidité ».

Pour M. Desai les investissements socialement responsables vont devenir la norme. Ce qui permettra à l'investissement d'impact de se forger une place plus forte dans la société.

A. Jung explique que le changement risque d'être long, car même durant une crise comme celle du COVID, prouvant l'efficacité des investissements dans l'écologie et la culture, « ... l'argent devient dédié à la reprise pour le vieux modèle économique. Il y a un blocage psychologique qui fait qu'on a l'impression que le social et l'environnemental viennent avec un coût... », déclare-t-il.

G. Pagano nous explique que les pensées économiques sont en train de changer et qu'elles se dirigent vers l'environnement et le durable. Il se justifie par l'exemple des économistes Piketty et Stiglitz, deux économistes de grande renommée qui consacrent dorénavant leurs œuvres au sujet de l'impact. Cela prouve l'engouement populaire pour ce secteur.

O. de Broqueville nous donne l'exemple de KBC, qui a créé un fond d'écologie responsable. Ils espéraient un milliard d'euros pour pouvoir démarrer le fond. Ils ont été très surpris de voir l'équivalent de 3 milliards en capitaux présent pour démarrer le fond. Par cet exemple, il nous explique que l'engouement général est croissant et dépasse l'entendement général. Il prédit donc un grand avenir à l'investissement d'impact, mais précise que les grandes organisations doivent s'y mettre plus sérieusement afin d'encourager la croissance. Malheureusement, ces dernières doivent trouver un moyen de prouver leur transparence. P. Mauchard rajoute d'ailleurs « J'ai l'impression que pour l'instant s'il y a un risque, c'est qu'on cherche dans la même poche que ceux qui étaient prêts à donner ou qui considéraient donner un peu plus pour l'aspect philanthropique. Or, il y a impact et puis investing donc si les produits rapportent et sont conformes à leur promesse, ce n'est pas dans cette poche-là qu'il faut aller. » Ce qui confirme la pensée de O. de Broqueville.

Enfin, A. Jung nous propose une analogie avec le secteur de l'internet. Il nous explique qu'en 1995, les ressources disponibles et les capitaux investis pour l'avenir de l'internet n'étaient pas conséquents non plus, mais que 25 ans plus tard c'est finalement le plus gros secteur mondial en matière de rendement. Il nous répète les chiffres du GIIN déclarant qu'en 4 ans le secteur de l'impact est passé de 100 à 800 milliards de dollars. Il faut donc, d'après, lui faire confiance à l'avenir.

Conclusion et Discussion

Conclusion

Dans cette partie, nous allons comparer les points de vue ressortant de notre revue de littérature avec ceux de nos intervenants. Cela nous permettra de définir si le marché de l'impact est le même, globalement, ou s'il varie en fonction des pays, en ce qui nous concerne, la Belgique. La majorité de nos praticiens sont en accord avec les théoriciens sur l'obstacle concernant un manque de définition standardisée. Ils nous expliquent majoritairement qu'autant dans leurs discussions avec des professionnels qu'avec leurs clients, ils entendent des définitions différentes ou encore, de la part des clients, la définition peut leur être inconnue. Cependant, certains de nos interlocuteurs n'ont pas relevé cet obstacle comme majeur lors de la décision d'investissement. Nous pouvons donc dire que dans la majeure partie du secteur belge, la définition de l'investissement d'impact n'est pas encore standardisée. Mais certains praticiens témoignent avoir entièrement recours à la définition donnée par le Global Impact Investing Network.

Le deuxième obstacle concerne l'évaluation de l'impact qui, selon les théoriciens, serait sujette à trop de méthodes de calcul et serait également trop fragmentée. Sur ce point les praticiens de la finance traditionnelle sont en accord avec les théoriciens. Cet avis est peut-être biaisé, car une évaluation universelle, permettrait à ces derniers d'être en mesure de calculer eux-mêmes leur impact sans devoir sous-traiter. Une méthode de calcul universelle permettrait aux banques d'attiser la confiance des investisseurs à propos de l'impact, ces derniers étant méfiants quant à l'intention réelle des banques. Du côté des praticiens d'impact pur, la diversité des méthodes est plutôt vue comme un atout. D'après eux, l'impact est difficilement comparable cas par cas et cela permet d'éviter une banalisation de l'évaluation. En conclusion, la mesure de l'impact est un obstacle pour les grandes institutions bancaires, mais ne l'est pas pour tout le secteur belge.

Le manque d'antécédents dû à l'aspect récent du secteur est le troisième obstacle que nous avons analysé. Théoriciens et praticiens se retrouvent tout à fait sur ce point-ci. Nos praticiens affirment qu'avec un peu de temps, le secteur fera ses preuves et confirment que l'investisseur n'est pas encore rassuré sur cette méthode encore trop récente. Mais ce n'est pas un obstacle

majeur, dans le sens où les investisseurs potentiels sont avertis du manque de recul et ne s'attendent donc pas à énormément de preuves.

D'après les théoriciens, en concordance avec nos praticiens, ce secteur récent pose également un problème sur le nombre d'investisseurs effectifs. En effet, le secteur manque encore fortement de membres pour fournir aux investisseurs un panel de possibilités au niveau du risque et au niveau du type d'investissement (obligations, actions, etc.). De plus, le réseau bancaire n'est pas encore assez acteur dans l'investissement d'impact alors qu'il pourrait avoir un impact beaucoup plus important si l'on considère son nombre de clients. Cependant, nos intervenants affirment que les acteurs sont de plus nombreux de jour en jour ce qui présage un dépassement de cet obstacle dans les années à venir.

Le cadre réglementaire lié à ce genre d'investissement est un obstacle relevé par les praticiens tout autant que les théoriciens. Il n'existe pas encore à ce jour d'espace législatif spécifiquement conçue pour les investissements d'impact. Le système légal empêche pour l'instant l'investisseur d'obtenir des rendements assez hauts comparés aux risques pris. Une loi telle que MiFID II pourrait déplacer la demande en investissement du secteur traditionnel vers le secteur durable. Cette loi n'est pas la seule, le *Tax shelter* repose également sur un avantage donné aux investisseurs ; malheureusement, ce décret n'est pas encore éligible sur l'ensemble du secteur de l'impact. Nos intervenants, principalement des intermédiaires, sont souvent confrontés à ce type d'obstacle, ce qui explique éventuellement l'avis général de l'échantillon.

Notre revue de littérature ne nous a pas permis de constater l'obstacle relevant de la performance financière pourtant bien présent dans le secteur. Cela s'explique sans doute par le fait que cet obstacle apparaît lors de la relation client, observable uniquement dans la pratique. En théorie, ces investissements ont un rendement moyen correct, mais en pratique le risque associé à ce rendement est encore trop élevé pour les investisseurs. Cela est également dû à l'ensemble des obstacles liés à ce type de placement, comme en témoignent nos interlocuteurs.

La réponse à notre question de recherche «Quels sont les obstacles et perspectives au développement du marché de l'investissement d'impact en Belgique?» serait donc : les obstacles sur le marché belge sont similaires à ceux observés à travers le monde ; définition non standardisée, type d'investissement trop récent, méthode d'évaluation de l'impact nombreuses et fragmentées et régulation inadéquate. Les acteurs belges observent un obstacle supplémentaire qui est la performance financière des investissements d'impact. L'obstacle de

la mesure de l'impact n'est pas compris comme un obstacle par l'ensemble du marché belge mais uniquement par la partie la plus traditionnelle. Au niveau des perspectives, l'investissement d'impact est pour l'instant promis à un bel avenir en Belgique. Cependant il faut être conscient que décrire le futur de cette méthode d'investissement reste difficile et qu'il faut être prudent car un grand nombre de variables pourraient affecter négativement ces perspectives encourageantes.

Discussion

À la suite de ce travail, nous pouvons conclure que l'investissement d'impact se différencie des autres méthodes d'investissements durables par deux facteurs essentiels : l'intentionnalité et la mesure de l'impact. Cette méthode d'investissement est tout à fait dans l'air du temps vu l'engouement général à travers le monde pour la résolution de problèmes environnementaux et sociétaux.

Tout au long de ce travail, nous avons analysé les avis des théoriciens de l'investissement d'impact à travers le monde ainsi que ceux des praticiens belges. Nous avons opéré de cette manière dans un premier temps afin d'avoir une idée globale pour ensuite recentrer sur la Belgique et être en mesure de répondre à notre question de recherche : « Quels sont les obstacles et perspectives au développement du marché de l'investissement d'impact en Belgique ? »

Nous avons observé au cours de notre recherche que les différentes parties prenantes de la finance rejoignent le mouvement de l'impact. Les pouvoirs publics ont déjà pris leurs marques dans ce secteur : ils sont déjà installés sur la plupart des marchés afin de venir en aide aux petits entrepreneurs, y compris les entreprises sociales. De plus, le secteur bancaire commence à sérieusement s'intéresser à l'impact de ses investissements. Il est encore difficile pour ces institutions traditionnelles de concentrer tous leurs actifs sur ce marché, mais ils commencent à créer des fonds pour en être acteurs. Nos intervenants du secteur bancaire traditionnel sont d'ailleurs convaincus que l'Investissement Socialement Responsable deviendra à l'avenir la norme, ce qui permettra à l'investissement d'impact de se généraliser. Du côté des fonds à impact et des entreprises sociales, ces derniers sont de plus en plus nombreux sur le marché mondial. Les pouvoirs publics et autres institutions commencent à mettre en place certaines mesures afin d'encourager la création de ce type d'entité.

Nous avons pu remarquer par comparaison de résultats que l'ensemble des obstacles mondiaux étaient également ressentis sur le marché belge, mais à différents niveaux. La définition de l'investissement d'impact se précise au fur et à mesure des années, mais elle reste l'un des obstacles principaux au développement de celui-ci. L'évaluation de cet impact reste encore à ce jour un frein, mais un frein utile d'après nos praticiens. Ces derniers sont convaincus que la standardisation d'une méthode d'évaluation entraînerait une banalisation de l'impact par les institutions traditionnelles. Les obstacles liés à l'absence d'ancienneté de ce type d'investissement et à la réglementation sont communs aux deux sphères. Mais, la Belgique est assez optimiste en voyant les mesures qui sont mises en place sur le territoire telles que des fonds publics, des réseaux ou encore des réglementations allant dans le sens des petites institutions nouvelles.

Au niveau des perspectives, nous sommes en mesure d'affirmer, à la suite de notre revue de littérature et de nos entretiens avec les professionnels, que le marché de l'impact est pour l'instant sur la bonne voie pour sortir de sa focalisation de niche et se généraliser, auprès d'investisseurs plus traditionnels ne se sentant pas uniquement concernés par l'apport financier. Nous aurions quelques recommandations pour que ces perspectives deviennent réelles. Il faut que les pouvoirs publics prennent une place plus importante sur ce marché, tant au niveau des fonds qu'au niveau des réglementations. Des incitants, tels que le *tax shelter*, doivent être multipliés afin de déplacer la demande vers une économie plus durable. Les banques traditionnelles, étant en possession d'importants bras de levier, doivent mettre en place des mesures strictes quant à leurs investissements. Un principe de *due diligence* sévère doit être appliqué afin d'écarter les investisseurs traditionnels des secteurs non respectueux de l'environnement et de la société. La réglementation au niveau des grosses entreprises doit également évoluer de manière à permettre à ces dernières de changer leur mode de fonctionnement afin de se diriger vers le durable sans les mettre à mal auprès de la concurrence. Il faut également que les produits d'investissement d'impact se diversifient afin de donner l'occasion aux investisseurs de choisir entre différents risques à différents taux, mais nous sommes conscients que cela évoluera positivement avec le temps. Finalement, l'éducation sur les investissements durables doit être beaucoup plus approfondie, il existe encore trop de professionnels et de particuliers étant encore non avertis de ces méthodes. Si toutes ces mesures sont prises en compte, la société évoluera vers un fonctionnement plus durable ce qui bénéficiera à l'investissement d'impact. Nous tenons à rappeler que tous les professionnels interrogés sont optimistes et s'accordent pour dire que ce marché est destiné à croître.

Enfin, il est important d'avertir le lecteur des limites de ce travail. Notre base de données ne reprenant pas l'avis de tous les professionnels, l'interprétation de nos résultats doit se faire en prenant conscience qu'ils ont exposé leurs avis subjectifs. De plus, nous n'avons pas interrogé toutes les sphères du marché de l'investissement d'impact, telles que les plateformes de financement par la foule et les fonds publics. Il faut donc considérer les avis de nos intervenants en tenant compte de leurs fonctions. Enfin, notre revue de littérature a été établie sur une triangulation des ressources bibliographiques mises à notre disposition, il est donc plus prudent de voir ce travail comme une base de recherche.

Références

- Andreoni, J. (1990). Impure Altruism and Donations to Public Goods: A Theory of Warm-Glow Giving. *The Economic Journal*, 100(401), 464–477. doi:10.2307/2234133
- Andreoni, J. (2000). The Economics of Philanthropy. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*. doi:10.1016/B0-08-043076-7/02298-1
- Andreoni, J. (2015). Economics of Charity and Philanthropy. *International Encyclopedia of the Social & Behavioral Sciences*. doi:10.1016/B978-0-08-097086-8.71001-4
- Bayot, B., Cayrol, A., Provost, C., & David, R. (2019). *Rapport 2019 : L'investissement socialement responsable en Belgique*. Bruxelles : Réseau Financité.
- Bouncken, R., Komorek, M., Kraus, S. (2015). Crowdfunding: The Current State of Research. *International Business & Economics Research Journal*, 14(3), 407-416. doi:14. 407-416. 10.19030
- Bridgespan (2018), *What is impact Investing and Why should you care*. En ligne <https://www.bridgespan.org/insights/library/impact-investing/what-is-impact-investing>
- Brown, A., & Swersky, A. (2012). *The First Billion: A Forecast of Social Investment Demand*. London: The Boston Consulting Group, Big Society Capital.
- Charlton, K., Donald, S., Seymour, R. (2015). Overcoming the Challenges of Impact Investing: Insights from Leading Investors, *Journal of social entrepreneurship*, 6(3), 1-27. doi:10.1080/19420676.2015.1049285
- Commission européenne (2020). *EU taxonomy for sustainable activities*. En ligne https://ec.europa.eu/info/business-economy-euro/banking-and-finance/sustainable-finance/eu-taxonomy-sustainable-activities_fr

- Credal (2019). *Actualités|Solifin, la plateforme qui facilite la vie des entrepreneurs sociaux*. En ligne <https://www.credal.be/actualites/solifin-la-plateforme-qui-facilite-la-vie-des-entrepreneurs-sociaux>
- Delevingne, L., Gründler, A., Kane, S., & Koller, T. (2020). *The ESG premium: New perspectives on value and performance*. En ligne <https://www.mckinsey.com/business-functions/sustainability/our-insights/the-esg-premium-new-perspectives-on-value-and-performance?cid=other-eml-alt-mip>, consulté le 15 mars 2020
- Demoustiez, A. (2008). *L'investissement socialement responsable : Cadre*. En ligne <https://www.financite.be/fr/reference/linvestissement-socialement-responsable-document-de-base>, consulté le 10 mars 2020
- Encyclopaedia Britannica, (2020), *Ford foundation*. En ligne <https://www.britannica.com/topic/Ford-Foundation>
- Fatin, L. (2019). *Green bond issuance tops \$200bn milestone - New global record in green finance: Latest Climate Bonds data*. En ligne <https://www.climatebonds.net/2019/10/green-bond-issuance-tops-200bn-milestone-new-global-record-green-finance-latest-climate>
- FSMA. (2020). *Market in Financial Instrument Directive*. En ligne <https://www.fsma.be/fr/mifid-ii>
- Global Alliance for Banking on Value (2019). *Annual report 2018*.
- Global Impact Investing Network (GIIN) (2016). *Impact Investing*. En ligne <https://thegiin.org/impact-investing/>
- Global Impact Investing Network (GIIN) (2017). *IRIS Catalog*. En ligne <https://iris.thegiin.org/metrics/>
- Good Finance (2020). *Understanding social investment*. En ligne <https://www.goodfinance.org.uk/understanding-social-investment>

- Grim, D. M., & Berkowitz, D. B. (2018). *ESG, SRI, Impact investing: A primer for decision making*. Valley Forge : Vanguard.
- Grose, T. (2019). *Evolution of corporate philanthropy*. En ligne sur le site web de Medium <https://medium.com/@TraceyGroseSF/evolution-of-corporate-philanthropy-over-time-4a7f7bc97640>
- Guézennec, C., & Malochet, G. (2013). *L'impact investing pour financer l'économie sociale et solidaire ? Une comparaison internationale*, En ligne http://archives.strategie.gouv.fr/cas/system/files/dt_-_impact_investing_-_vu_hm_final__le_21-06vcg9h00.pdf
- Hand, D., Dithrich, H., Sunderij, S., Nova, N. (2020). 2020 Annual Impact Investor Survey. *Global Impact Investing Network*. En ligne <https://thegiin.org/research/publication/impinv-survey-2020>
- Harbaugh, W. T. (1998). What Do Donations Buy?: A Model of Philanthropy Based on Prestige and Warm Glow. *Journal of Public Economics*, 67(2), 269–284.
- Heister, P. (2010). *Finanzierung von Social Entrepreneurship Durch Venture Philanthropy Und Social Venture Capital*. Heidelberg : Springer.
- Hochstadter, A., & Scheck, B. (2015). What's in a Name: An Analysis of Impact Investing Understandings by Academics and Practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449-475. doi:10.1007/s10551-014-2327-0
- Investopedia (2020). *Green Bond*. En ligne <https://www.investopedia.com/terms/g/green-bond.asp>
- Jackson, E., & Harji, K. (2016). *Setting Standards for Evaluating Impact Investing: What Does Africa Want?*. En ligne sur le site web Evaluation for Africa <http://africaevaluation.org/Africa/2016/03/29/setting-standards-evaluating-impact-investing-africa/>

- John, R. (2006). *Venture Philanthropy: The Evolution of High Engagement Philanthropy in Europe*. Oxford : Skoll Centre for Social Entrepreneurship.
- Letts, W., William, R., & Grossman, A. (1997). Virtuous Capital: What Foundations Can Learn from Venture Capitalists. *Harvard Business Review*, 75(2): 36–50.
- Madsbjerg, S. (2018). *Bringing Scale to the Impact Investing Industry*. En ligne sur le site web de la Fondation Rockefeller <https://www.rockefellerfoundation.org/blog/bringing-scale-impact-investing-industry/>
- Maduro, M., Pasi, G., Misuraca, G. (2018). *Social impact investment in the EU. Financing strategies and outcome oriented approaches for social policy innovation: narratives, experiences, and recommendations*. Luxembourg : Publications Office of the European Union. doi:10.2760/159402
- Market Business News (2020). *What is ESG? Definition and meaning*. En ligne <https://marketbusinessnews.com/financial-glossary/esg-definition-meaning/>, consulté le 15 mars 2020
- McClimon, T. (2004). *The Shape of Corporate Philanthropy Yesterday and Today*. En ligne sur le site web de Grantmakers in the Arts <https://www.giarts.org/article/shape-corporate-philanthropy-yesterday-and-today>
- Mudaliar A. & Dithrich H. (2019). *Sizing the Impact Investing Market, Global Impact Investing*. En ligne https://thegiin.org/assets/Sizing%20the%20Impact%20Investing%20Market_webfile.pdf
- Nations Unies. (2020). *About the Sustainable Development Goals*. En ligne sur le site web des Nations Unies <https://www.un.org/sustainabledevelopment/sustainable-development-goals/>
- OCDE (2020), *Analyse d'impact de la réglementation*, En ligne <https://www.oecd.org/fr/reformereg/politique-reglementaire/air.htm>

Organisation de coopération et de développements économiques/Comité d'aide au développement [OCDE/CAD] (2000). *Mandat du Comité d'aide au développement*. En ligne <https://www.oecd.org/fr/developpement/lecomitedaideaudeveloppement.htm>, consulté le 10 avril 2020

Orlitzky, M., Schmidt, F., & Rynes, S. (2003). Corporate Social and Financial Performance: A Meta-Analysis. *Organization Studies*, 24 (3), 403–441. doi:10.1177/0170840603024003910

Power Technology (2014). *Rampur Hydro Electric Power Project, Himachal Pradesh - Power Technology|Energy News and Market Analysis*. En ligne <https://www.power-technology.com/projects/rampur-hydro-electric-power-project-himachal-pradesh/>

Sustainable Accounting Standards Board. (2020). *SASB connects businesses and investors on the financial impacts of sustainability*. En ligne <https://www.sasb.org>

Loi du Service Public Federal Finance du 20 mars 2007 interdisant le financement de la fabrication, de l'utilisation ou de la détention de mines antipersonnel et de sous-munitions. (2007) *Moniteur belge*, 26 mars

SFPI/FPIM (2020). *Profil*. En ligne <http://www.sfpi-fpim.be/fr>

Smith, C. (1994). The New Corporate Philanthropy. *Harvard Business Review*. En ligne <https://hbr.org/1994/05/the-new-corporate-philanthropy>

Solifin (2020). *Home|Solifin Network*. En ligne <https://solifin.be>

Spiess-Knafl, W., Scheck, B. (2017). *Impact Investing*. doi:10.1007/978-3-319-66556-6

Société Régionale d'Investissement de Bruxelles (2020). *A propos*. En ligne <https://www.finance.brussels/a-propos/>

Swadia, B. (2020). *Social Stock Exchange*.

- TEDx Talks (2018). *Aymeric Jung : L'impact Investing et les 5 éléments de l'économie Régénératrice*. En ligne <https://www.youtube.com/watch?v=ixp11eHq6qQ&t=3s>
- Townsend, B. (2017). *From SRI to ESG The Origins of Socially Responsible and sustainable investin*. Foster City, California : Baillard.
- Vecchi, V., Balbo, L., Brusoni, M., & Caselli, S. (2017). *Principles and Practice of Impact Investing: A Catalytic Revolution* (First ed.). Londres : Routledge.
- Vento, S. (2019). *Global Green Bond Market overview. Climate Bonds Initiative*. En ligne https://globalindcconference.org/giz/wp-content/uploads/2019/06/GreenBonds_SerenaVento_2.pdf
- Wallace, C. (2019). *New Impact Management Principles Aim to Safeguard against Impact Washing*. En ligne sur le site web de Impactivate <https://www.theimpactivate.com/new-impact-management-principles-aim-to-safeguard-against-impact-washing/>
- Wendt, K. (2015). *Responsible investment banking*. Suisse : Springer International Publishing.

