

Le financement des entreprises sociales: analyse de l'offre de financement et de la collaboration des financeurs alternatifs en région wallonne.

Auteur : Meyers, Amaury

Promoteur(s) : Mertens de Wilmars, Sybille

Faculté : HEC-Ecole de gestion de l'Université de Liège

Diplôme : Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en management des entreprises sociales et durables

Année académique : 2021-2022

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/14330>

Avertissement à l'attention des usagers :

Tous les documents placés en accès ouvert sur le site le site MatheO sont protégés par le droit d'auteur. Conformément aux principes énoncés par la "Budapest Open Access Initiative"(BOAI, 2002), l'utilisateur du site peut lire, télécharger, copier, transmettre, imprimer, chercher ou faire un lien vers le texte intégral de ces documents, les disséquer pour les indexer, s'en servir de données pour un logiciel, ou s'en servir à toute autre fin légale (ou prévue par la réglementation relative au droit d'auteur). Toute utilisation du document à des fins commerciales est strictement interdite.

Par ailleurs, l'utilisateur s'engage à respecter les droits moraux de l'auteur, principalement le droit à l'intégrité de l'oeuvre et le droit de paternité et ce dans toute utilisation que l'utilisateur entreprend. Ainsi, à titre d'exemple, lorsqu'il reproduira un document par extrait ou dans son intégralité, l'utilisateur citera de manière complète les sources telles que mentionnées ci-dessus. Toute utilisation non explicitement autorisée ci-avant (telle que par exemple, la modification du document ou son résumé) nécessite l'autorisation préalable et expresse des auteurs ou de leurs ayants droit.

**LE FINANCEMENT DES ENTREPRISES SOCIALES :
ANALYSE DE L'OFFRE DE FINANCEMENT ET DE
LA COLLABORATION DES FINANCEURS
ALTERNATIFS EN RÉGION WALLONNE**

Jury :
Promoteur :
Sybille MERTENS
Lecteur :
Simon MEERT

Mémoire présenté par
Amaury MEYERS
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion à finalité
spécialisée en Management des entreprises
sociales et durables
Année académique 2021/2022

Remerciements

Ce mémoire n'aurait pas pu être rédigé sans l'aide précieuse de ma promotrice, Sybille Mertens, dont le soutien, la disponibilité et l'accompagnement m'ont guidé tout au long de ce travail. Je tiens à la remercier particulièrement pour ses conseils avisés qui m'ont permis de nourrir ma réflexion.

Je tiens aussi à remercier et à exprimer ma gratitude à toutes les personnes ayant accepté de m'accorder des entretiens et d'avoir généreusement répondu à mes questions. Mes remerciements chaleureux s'adressent à Sevan Holemans, Charlaïne Provost, Isabelle Philippe, Flora Kocovski, Alain Boribon, Philippe Herbiet, Selim Vanbecelaere, Anaïs Dulong, Vincent De Brouwer, Béatrice Gilmont et Olivier Van Cauwelaert.

Enfin, je tiens à exprimer toute ma reconnaissance envers ma famille et mes amis, qui m'ont encouragé tout au long de mes études. Un tout grand merci à mes parents ainsi qu'à Geneviève Peters pour leur soutien moral et pour leur relecture assidue de ce travail.

Table des matières

1	Introduction.....	1
2	Analyse théorique	5
2.1	Première partie : Les entreprises sociales.....	5
2.1.1	Définition d'une entreprise	5
2.1.2	L'économie sociale et les différents types d'entreprises sociales.....	7
2.1.3	Notre définition d'entreprise sociale	9
2.2	Deuxième partie : Les sources de financement	11
2.2.1	La Benefits Theory	11
2.2.2	Les différents types de financement destinés aux entreprises sociales	12
2.3	Troisième partie : Les financeurs alternatifs	15
2.3.1	Le rôle du système financier et les trois niveaux de la finance durable	15
2.3.2	Le spectre d'investissement social	17
2.3.3	Définition de la notion de « financeur alternatif ».....	19
2.4	Quatrième partie : La collaboration entre financeurs alternatifs	21
2.4.1	La collaboration entre entreprises sociales.....	21
2.4.2	La collaboration entre acteurs financiers.....	21
2.4.3	Le phénomène de coopétition	23
2.4.4	Enseignements et attentes de collaboration entre financeurs alternatifs	23
3	Méthodologie	25
3.1	Découverte théorique du sujet	26
3.2	Constitution de l'échantillon	26
3.3	Recueil documentaire et prise de connaissance de l'échantillon	27
3.4	Entretiens semi-directifs avec les membres de l'échantillon.....	27
3.5	Analyse des données collectées	28
4	Premiers résultats : Description de l'offre de financement des financeurs alternatifs	29
4.1	Présentation des membres de l'échantillon.....	30
4.1.1	F'in Common	30
4.1.2	Crédal.....	32
4.1.3	W.Alter	35
4.1.4	Citizenfund.....	38
4.1.5	Change.....	40
4.1.6	SI ² Fund.....	42
4.1.7	Phitrust	44
4.1.8	Lita.co	46
4.1.9	Triodos Bank.....	48

4.1.10	Scale Up	50
5	Discussion des premiers résultats	53
5.1	Analyse en fonction des critères différenciants des fiches techniques	53
6	Deuxièmes résultats : la collaboration entre financeurs alternatifs	59
6.1	Mapping des financeurs alternatifs de l'échantillon	60
6.2	Constats sur l'état de la collaboration entre financeurs alternatifs	63
6.3	Les différents types de collaboration	64
6.4	Les points de tension et de blocage entre financeurs alternatifs	65
6.5	Les pistes d'amélioration.....	67
6.6	L'exemple concret de Solifin	68
7	Discussion des résultats de la collaboration entre financeurs alternatifs	71
8	Conclusion	75
9	Bibliographie.....	79
10	Annexes	85

Liste des abréviations

AISBL : Association Internationale Sans But Lucratif
ASBL : Association Sans But Lucratif
AVIQ : Agence pour une Vie de Qualité
BEPA : Bureau des Conseillers Politiques (à la Commission Européenne)
CA : Conseil d'Administration
CDE : Code de Droit Économique belge
CISP : Centre d'Insertion Socio-Professionnelle
CNC : Conseil National de la Coopération
CSA : Code des Sociétés et Associations
EaSI : Employment and Social Innovation
ES : Économie Sociale
ESS : Économie Sociale et Solidaire
ETA : Entreprise de Travail Adapté
ETI : Entreprise de Taille Intermédiaire
FGF : Fonds pour les Générations Futures
FP : Fondation Privée
FSMA : Financial Services and Markets Authority
FUP : Fondation d'Utilité Publique
GE : Grande Entreprise
MIT : Massachusetts Institute of Technology
OECD : Organisation for Economic Co-operation and Development
ONG : Organisation Non Gouvernementale
ONU : Organisation des Nations Unies
PIB : Produit Intérieur Brut
PME : Petite et Moyenne Entreprise
RW : Région Wallonne
SA : Société Anonyme
SAS : Société par Actions Simplifiée
SC : Société Coopérative
SCE : Société Coopérative Européenne
SComm : Société en Commandite
SE : Société Européenne
SECOIA : Social Economy Impact Assessment
SF : Sustainable Finance
SNC : Société en Nom Collectif
SRIW : Société Régionale d'Investissement de Wallonie
SRL : Société à Responsabilité Limitée
TPE : Très Petite Entreprise
VP : Venture Philanthropy

Liste des figures

Figure 1 : Framework for sustainable finance

Figure 2 : Le spectre d'investissement social

Figure 3 : Cadre de définition de la notion de financeur alternatif

Figure 4 : Fiche technique de F'in Common

Figure 5 : Fiche technique de Crédal

Figure 6 : Fiche technique de W.Alter

Figure 7 : Fiche technique de Citizenfund

Figure 8 : Fiche technique de Change

Figure 9 : Fiche technique de SI² Fund

Figure 10 : Fiche technique de Phitrust

Figure 11 : Fiche technique de Lita.co

Figure 12 : Fiche technique de Triodos Bank

Figure 13 : Fiche technique de Scale Up

Figure 14 : Mapping des relations de collaboration des financeurs alternatifs de l'échantillon

1 Introduction

Le système capitaliste et l'économie de marché sont deux concepts qui dominent notre monde depuis longtemps. Ces concepts sont attrayants pour l'espèce humaine car ils promeuvent des valeurs telles que la propriété privée et la liberté individuelle. C'est grâce au système capitaliste, qui s'est particulièrement développé depuis la révolution industrielle au 19^{ème} siècle, que le monde occidental est devenu celui que nous connaissons aujourd'hui. Le capitalisme a permis l'industrialisation de l'Angleterre avant de se diffuser au sein d'autres pays européens et ensuite en Amérique du Nord. Pour les économistes capitalistes classiques, une notion revient sans cesse et est largement considérée comme le Saint-Graal : il s'agit de la fameuse croissance économique. Cette recherche constante de croissance est ancrée au plus profond de notre système économique capitaliste actuel et est directement liée au progrès technique ainsi qu'à l'évolution du Produit Intérieur Brut. Le PIB est d'ailleurs l'indicateur principal utilisé pour mesurer le taux de croissance économique que l'on pourrait traduire par l'augmentation de la richesse individuelle, elle-même assimilée à l'augmentation du niveau de vie de la population ciblée. Cependant, il semble dangereux d'associer « niveau de vie » avec « qualité de vie » car même si le capitalisme a été et est toujours un moteur particulièrement efficace pour la civilisation humaine, il en devient aussi un des plus grands dangers lorsque nous constatons les problèmes sociaux et environnementaux auxquels l'humanité doit actuellement faire face.

En effet, c'est en 1972 que, pour la première fois un rapport rédigé par des membres du Massachusetts Institute of Technology (MIT) et intitulé « *The Limits To Growth* » nous met en garde face au mythe de la croissance. Selon ce rapport, la croissance infinie dans un monde fini est un paradoxe, une impossibilité. Plus encore, la poursuite de cette croissance mènerait inévitablement à un effondrement de notre civilisation d'ici l'an 2100. Quelques années plus tard, en 1987, parut un autre rapport d'envergure mondiale, le Rapport Brundtland officiellement intitulé « *Our Common Future* ». Ce rapport, rédigé par la Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'Organisation des Nations Unies, introduit pour la première fois la notion de développement durable dont voici la définition :

« Le développement durable est un mode de développement qui répond aux besoins des générations présentes sans compromettre la capacité des générations futures de répondre aux leurs. Deux concepts sont inhérents à cette notion : le concept de « besoins », et plus particulièrement des besoins essentiels des plus démunis, à qui il convient d'accorder la plus grande priorité, et l'idée des limitations que l'état de nos techniques et de notre organisation sociale impose sur la capacité de l'environnement à répondre aux besoins actuels et à venir » (Brundtland, 1987).

Il faudra attendre presque 30 ans pour qu'en 2015, l'ONU définisse 17 objectifs à atteindre d'ici 2030 appelés « Objectifs de développement durable ». Ces objectifs ont été adoptés par 193 pays et reposent sur les trois piliers du développement durable : le social, l'économie et l'environnement. Enfin, en 2017, l'économiste anglaise Kate Raworth publie un livre intitulé « *Doughnut Economics: Seven Ways to Think Like a 21st Century Economist* » où elle présente la Théorie du Doughnut. Kate Raworth se base sur le constat du rapport « *The Limits To Growth* » (Meadows et al., 1972) en comparant la croissance infinie à un avion qui ne pourra jamais atterrir tout en nous expliquant que notre système capitaliste nous a rendu « *addicts à la croissance* » (Raworth, 2018). Sa théorie nous propose un cadre visuel combinant les limites de notre planète avec les fondements sociaux et présente une manière différente d'évaluer un système économique. En effet, selon ce modèle, une économie est considérée comme prospère lorsque l'intégralité des fondements sociaux sont atteints sans dépasser les plafonds écologiques.

Nous pouvons constater qu'au fil des années, nous prenons conscience des dangers de notre système actuel et nous sommes en recherche de solutions. En effet, outre les rapports internationaux, les

citoyens, les entreprises et les pouvoirs publics locaux sont de plus en plus conscientisés et sensibilisés aux défis environnementaux et sociaux auxquels nous devons faire face. D'ailleurs, au sein du contexte wallon, plusieurs initiatives reliées au développement durable peuvent être recensées. Par exemple, le rapport « *Circular Wallonia* » publié en 2020 relève d'une démarche visant à mettre en place une stratégie de déploiement de l'économie circulaire¹ en Région wallonne. L'implémentation de l'économie circulaire permettrait de répondre à l'objectif de développement durable que la Wallonie poursuit, et ce, sous ses trois aspects fondamentaux tels qu'ils sont énoncés plus haut. « *Alternativ'ES Wallonia* » est un autre exemple de programme porté par la Région wallonne qui a trait, cette fois, à la notion d'« économie sociale ». Les acteurs politiques présents en 2019 au sein de la coalition gouvernementale se sont mis d'accord sur un plan stratégique visant à renforcer le secteur de l'économie sociale en Région wallonne. Ce plan s'articule autour de trois axes stratégiques, cinq secteurs d'activités prioritaires et dix mesures transversales. Les mesures principales de ce plan d'action sont tournées vers le développement des entreprises sociales afin de faciliter leur création ou de les promouvoir en tant qu'actrices de la transition.

Les entreprises sociales sont donc largement mises en avant comme potentielles solutions aux impasses sociales et environnementales créées par le système économique que nous avons décrit plus haut. En effet, contrairement aux entreprises classiques qui sont principalement motivées par la rentabilité financière, les entreprises sociales se distinguent par la poursuite d'objectifs ayant un impact positif sur la société. Ces objectifs sont variés et spécifiques à chaque entreprise sociale. Cependant, selon le « *rapport SECOIA* » (2017), ces entreprises partagent toutes trois grandes pratiques : l'affectation non capitaliste du surplus, la démocratie économique et la mixité des ressources (Moreau et Mortier, 2017). Ces entreprises semblent donc avoir des valeurs et des objectifs en lien avec le développement durable et ses trois piliers, ce qui entraîne un intérêt grandissant des pouvoirs publics à leur égard, et ce, depuis plusieurs années. Néanmoins, la définition d'entreprise sociale est en constante évolution et varie même en fonction de la zone géographique. Nous reviendrons d'ailleurs en profondeur sur cette notion dans la partie théorique du travail.

Il semble donc que le développement des entreprises sociales soit au cœur des préoccupations en Région wallonne et que la stratégie mise en place pour renforcer le secteur de l'économie sociale dans son ensemble vise particulièrement à mettre en avant les entreprises d'économie sociale. Une question se pose alors : « Comment financer ces entreprises ? ». Nous savons que les entreprises classiques se financent auprès d'une multitude d'acteurs différents tels que les banques, les actionnaires privés, les proches, les pouvoirs publics, etc. Mais qu'en est-il des entreprises sociales ? Y a-t-il des acteurs financiers actifs en Région wallonne dont l'objectif et l'offre de financement sont directement ciblés sur les entreprises sociales et adaptés à celles-ci ? Et si oui, comment fonctionnent-ils ?

C'est une question sur laquelle s'est penchée le Réseau Financité dans le cadre d'une étude intitulée « *Rapport sur la finance solidaire 2021* ». Dans ce rapport, Financité définit la finance solidaire liée à l'économie sociale comme ceci : « *La finance solidaire consiste à fournir, sans visée spéculative et moyennant une rémunération limitée, l'argent nécessaire à la réalisation d'opérations économiques qui présentent une valeur ajoutée pour l'humain, la culture et/ou l'environnement, en vue de favoriser le bien commun, la cohésion sociale et la gouvernance démocratique* » (Cayrol et al., 2021). Selon ce rapport, le nombre d'entreprises d'économie sociale financées en 2019 s'élève à 4915, ce qui représente une augmentation de 11,2 % par rapport à 2015. Au sein de ce rapport, les entreprises répondant aux critères d'entreprises d'économie sociale sont en grande majorité des sociétés

¹ Selon la Commission européenne, l'économie circulaire est une économie dans laquelle « les produits et les matières conservent leur valeur le plus longtemps possible ; les déchets et l'utilisation des ressources sont réduits au minimum et, lorsqu'un produit arrive en fin de vie, les ressources qui le composent sont maintenues dans le cycle économique afin d'être utilisées encore et encore pour recréer de la valeur ».

coopératives² et des ASBL³. Le montant de ce financement est lui aussi en augmentation sur la même période, mais a évolué à un rythme différent. En effet, il passe d'environ 11,7 milliards d'euros à 14,9 milliards d'euros entre 2015 et 2019, ce qui représente une augmentation de 27,3 %. Ces données semblent donc permettre de conclure que le secteur de l'économie sociale est en pleine croissance et que les moyens de financement accordés aux entreprises sociales augmentent eux aussi. Cependant, un autre constat nous a particulièrement intéressé dans cette étude : la part de la finance solidaire certifiée dans la finance solidaire structurelle. En effet, la finance solidaire certifiée qui regroupe les entreprises sociales ayant des financements labellisés par le label « Financité & FairFin⁴ » depuis 2015 ne représente qu'environ 2,5% de la finance solidaire globale, appelée « structurelle » dans cette étude. Financité constate aussi que certaines entreprises s'inscrivant dans l'économie sociale ont comme activité le financement d'autres entreprises d'économie sociale. Nonobstant, en 2019, le total de leurs financements ne s'élevait qu'à 62 millions d'euros. Financité fait alors le constat suivant : *« Même si la totalité de ces ressources financières étaient dédiées au financement de l'économie sociale, nous constatons qu'elles ne participent qu'à une part infime de la finance solidaire structurelle. C'est donc que les entités de l'économie sociale se financent par d'autres sources aussi : l'épargne citoyenne mais aussi d'autres institutions financières que celles dédiées à l'économie sociale »* (Cayrol et al., 2021). Il semble donc y avoir un problème de rencontre entre les besoins de financement des entreprises sociales et l'offre de financement proposée par les financeurs dits « solidaires » faisant eux-mêmes partie du secteur de l'économie sociale et donc, étant de facto des entreprises sociales.

C'est en partant de ce constat que l'objectif de ce mémoire s'est matérialisé : il s'agit de comprendre pourquoi les financeurs solidaires ne financent que trop peu d'entreprises sociales. A l'heure actuelle, nous n'avons pas la réponse. C'est pourquoi nous avons décidé de rencontrer les acteurs financiers dont l'activité est de soutenir les entreprises sociales afin de comprendre leurs offres de financement et les confronter au constat opéré par Financité. Pour tenter de répondre à cette problématique, plusieurs angles d'approche étaient possibles. Nous aurions pu nous concentrer sur les besoins de financement des entreprises sociales et ainsi connaître leurs points de vue. Nous aurions pu aussi nous intéresser aux financeurs classiques dans le but d'observer leurs offres de financement afin de comprendre ce qui les différencie des financeurs solidaires. Mais nous avons choisi une autre approche : **nous avons étudié les relations de collaboration entre ces financeurs pour en découvrir l'éventuel impact sur le financement des entreprises sociales en Région wallonne.**

Pour ce faire, il fallait tout d'abord identifier les financeurs des entreprises sociales s'inscrivant eux-mêmes dans le secteur de l'économie sociale ainsi que comprendre leurs offres de financement. Dans le cadre de ce mémoire, nous avons opté pour une définition plus large que celle proposée par Financité pour les financeurs solidaires car, dans notre échantillon, nous avons inclus des financeurs dits « à impact » s'inscrivant davantage dans l'impact investing⁵ que dans l'économie sociale. Nous avons fait le choix d'élargir les critères de sélection afin d'obtenir un échantillon plus vaste et représentatif du financement des entreprises sociales en Région wallonne. Afin de regrouper ces deux types de financeurs, nous avons donné la terminologie de « financeurs alternatifs » aux organismes de financement repris dans ce mémoire. De plus, les entreprises financées par les financeurs alternatifs ne sont pas toutes des entreprises sociales au sens de Financité mais regroupent aussi des « entreprises à impact » qui correspondent aux critères de l'économie sociale et solidaire, le pendant français du secteur de l'économie sociale en Belgique. Une distinction entre ces deux types

² Selon l'Alliance Coopérative Internationale, les coopératives sont des entreprises centrées sur les personnes, qui sont détenues et contrôlées par leurs membres pour satisfaire leurs aspirations et besoins économiques, sociaux et culturels communs.

³ Selon le Service Public Fédéral Belge, une association sans but lucratif (asbl) est un groupement de personnes physiques ou morales qui poursuivent un but désintéressé. L'asbl se compose d'au moins deux personnes et les membres d'une asbl ne peuvent recevoir aucun avantage patrimonial de la part celle-ci.

⁴ Créé par Financité et aujourd'hui appelé « label Finance solidaire », il certifie que les financements opérationnalisent des activités génératrices d'utilité sociale et/ou environnementale en se basant sur des critères sociaux.

⁵ L'Impact Investing sera défini dans la partie « Analyse théorique » de ce mémoire.

d'entreprises sera de mise tout au long de ce travail et une explication théorique de leurs différences sera effectuée dans la partie « analyse théorique ».

Ce travail sera structuré en plusieurs parties. La première partie sera consacrée à l'analyse théorique qui permettra au lecteur d'aborder certaines notions importantes en relation directe avec le sujet de ce mémoire. Nous analyserons les différentes définitions des entreprises classiques, sociales et « à impact ». Nous mettrons face à face la finance solidaire avec l'impact investing tout en décrivant d'autres concepts ayant tous en commun la volonté de proposer une alternative à la finance classique. Ensuite, nous analyserons la manière avec laquelle les entreprises se financent et nous tenterons de comprendre pourquoi les financeurs alternatifs semblent être plus adaptés pour financer les entreprises sociales. Dans un deuxième temps, nous nous concentrerons sur les différents types de financeurs alternatifs afin d'expliquer leurs spécificités et leurs différentes offres de financement. Enfin, en analysant la collaboration entre financeurs classiques et entre entreprises sociales, nous apporterons des éléments de réponse sur la collaboration entre financeurs alternatifs en nous intéressant à la nature, la fréquence, et les types de relation qui les lient.

La deuxième partie portera sur la méthodologie de ce travail où nous expliquerons notre démarche de recherche, l'échantillon sélectionné, le questionnaire préétabli ou encore le choix du type d'entretien mené.

Ensuite, nous aborderons la partie appelée « Description de l'offre de financement des financeurs alternatifs actifs en Région wallonne ». Dans cette section, notre objectif sera de présenter individuellement chaque financeur de notre échantillon et de décrire leur offre de financement selon certains critères qui nous permettront d'établir des fiches techniques pour chaque financeur. Ces fiches seront ensuite utilisées dans l'optique de construire un tableau comparatif grâce auquel nous serons capable de tirer des enseignements sur les différentes offres de financement des membres de notre échantillon.

Enfin, grâce aux entretiens menés auprès des financeurs alternatifs ainsi qu'à la littérature scientifique, nous serons en mesure d'analyser les relations de collaboration entre les membres de ce secteur. Cette section permettra de comparer les différents points de vue des financeurs sur l'état de la collaboration dans ce secteur et de faire émerger les éventuels points de tension identifiés. Nous serons alors capable de tirer certaines conclusions et de formuler des pistes d'amélioration venant apporter des éléments de réponse à la problématique de ce mémoire.

Pour terminer, la conclusion permettra de résumer les données récoltées tout au long de ce travail, provenant à la fois des entretiens, de notre recherche personnelle ou encore de la littérature scientifique, afin de formuler des recommandations aux acteurs impactés par la problématique. Nous exposerons aussi les limites de ce travail et émettrons des suggestions pour la recherche future sur cette thématique.

Au terme de ce travail, nous souhaitons apporter au lecteur une vue panoramique sur l'offre de financement des financeurs alternatifs proposée aux entreprises sociales. De plus, nous espérons que les éléments amenés sur la collaboration permettront au lecteur de mieux appréhender les différentes relations qui lient ces acteurs financiers, les spécificités de ces relations et l'impact que ces relations ont sur le financement des entreprises sociales.

2 Analyse théorique

2.1 Première partie : Les entreprises sociales

L'objectif de cette première section est de comprendre ce qu'est une entreprise grâce aux définitions et aux approches théoriques. Nous commencerons par définir ce qu'est une entreprise selon la loi belge, pour ensuite décrire ses différentes formes juridiques, ses différentes tailles ainsi que d'autres caractéristiques importantes. Ensuite, une fois le concept d'entreprise maîtrisé, nous nous intéresserons aux différentes définitions d'une entreprise sociale afin de comprendre ses spécificités et ses différences avec les entreprises dites « classiques ». Enfin, nous nous focaliserons sur le financement des entreprises sociales en comparant leur réalité avec les entreprises classiques. Dans le cadre de ce travail, les deux types de sources de financement auxquels nous allons particulièrement nous attacher sont la dette et le capital. Nous expliquerons les différentes formes de ces outils financiers tout en faisant le lien avec le modèle des entreprises sociales.

2.1.1 Définition d'une entreprise

Tout d'abord, il est important de préciser que plusieurs définitions de la notion « d'entreprise » coexistent dans le Code de droit économique belge (CDE). Cette coexistence de définitions est due à la Loi du 15 avril 2018 sur la réforme du droit des entreprises. Dans le cadre de ce travail, nous utiliserons la définition la plus récente. L'article I du livre I du CDE définit une entreprise comme suit :

- « Toute personne physique qui exerce une activité professionnelle à titre indépendant » ;
- « Toute personne morale » ;
- « Toute autre organisation sans personnalité juridique ». (CDE, Art. I.1, 1°)

Le CDE précise aussi quels acteurs ne sont pas considérés comme « entreprises » :

- « Toute organisation sans personnalité juridique qui ne poursuit pas de but de distribution et qui ne procède effectivement pas à une distribution à ses membres ou à des personnes qui exercent une influence décisive sur la politique de l'organisation (par ex. : une association de fait) » ;
- « Toute personne morale de droit public qui ne propose pas de biens ou services sur un marché » ;
- « Les autorités publiques : l'état fédéral, les régions, les communautés, les provinces, les zones de secours, les prézones, l'Agglomération bruxelloise, les communes, les zones pluricommunales, les organes territoriaux intracommunales, la Commission communautaire française, la Commission communautaire flamande, la Commission communautaire commune et les centres publics d'action sociale ». (CDE, Art. I.1, 1°)

Dorénavant, nous savons quelles entités correspondent au terme « entreprise » en Belgique. A présent, nous allons nous pencher sur les différentes formes juridiques que peuvent prendre ces organisations. Selon le nouveau Code des sociétés et des associations entré en vigueur le 1^{er} mai 2019, les entreprises peuvent revêtir différentes formes juridiques telles que :

- « la société en nom collectif, en abrégé SNC » ;
- « la société en commandite, en abrégé SComm » ;

- « la société à responsabilité limitée, en abrégé SRL » ;
- « la société coopérative, en abrégé SC » ;
- « la société anonyme, en abrégé SA » ;
- « la société européenne, en abrégé SE » ;
- « la société coopérative européenne, en abrégé SCE ». (CSA, Art. 1:5)

Le CSA précise aussi que « la société simple est une société dépourvue de personnalité juridique ». Rappelons que depuis la réforme du droit des entreprises, les associations et les fondations sont aussi reconnues en tant qu'entreprises. Le présent Code reconnaît donc les associations et les fondations dotées de la personnalité juridique :

- « l'association sans but lucratif, en abrégé ASBL » ;
- « l'association internationale sans but lucratif, en abrégé AISBL » ;
- « la fondation privée, en abrégé FP » ;
- « la fondation d'utilité publique, en abrégé FUP ». (CSA, Art. 1:6, Art. 1:7)

Dans le cadre de ce travail de fin d'étude, une attention particulière sera portée aux SRL, SA, SC et ASBL car elles représentent en grande majorité les entreprises financées par les acteurs financiers présents dans l'échantillon des financeurs alternatifs. Dès lors que nous connaissons les différentes formes juridiques des entreprises, abordons l'aspect de leurs différentes tailles et des terminologies en vigueur qui permettent de les catégoriser.

Le CSA détermine 3 catégories de taille d'entreprises. Tout d'abord les « microsociétés » sont des entreprises ne dépassant pas plus d'un des critères suivants :

- « nombre de travailleurs, en moyenne annuelle: 10 » ;
- « chiffre d'affaires annuel, hors taxe sur la valeur ajoutée: 700 000 euros » ;
- « total du bilan: 350 000 euros ». (CSA, Titre 5, Chapitre 1^{er}, Art. 1 :25)

Ensuite, les « petites sociétés » ne doivent pas dépasser plus d'un des critères suivants :

- « nombre de travailleurs, en moyenne annuelle: 50 » ;
- « chiffre d'affaires annuel, hors taxe sur la valeur ajoutée: 9 000 000 euros » ;
- « total du bilan: 4 500 000 euros ». (CSA, Titre 5, Chapitre 1^{er}, Art. 1 :24)

Enfin, les « groupes de taille réduite » ne doivent pas dépasser plus d'un des critères suivants :

- « nombre de travailleurs en moyenne annuelle: 250 » ;
- « chiffre d'affaires annuel, hors taxe sur la valeur ajoutée: 34 000 000 euros » ;
- « total du bilan: 17 000 000 euros ». (CSA, Titre 5, Chapitre 2, Art. 1 :26)

Ces catégories sont valables pour les sociétés, les associations et les fondations sans distinction. Cependant, bien que le CSA utilise cette terminologie, nous avons choisi de l'adapter pour utiliser une classification plus proche des termes employés dans la réalité du monde de l'entreprise. Ainsi, Les microsociétés deviennent les très petites entreprises abrégées en « TPE » ; les petites sociétés et les groupes de taille réduite deviennent les petites et moyennes entreprises abrégées en « PME » ; les entreprises ne rentrant dans aucune de ces deux catégories sont appelées des grandes entreprises abrégées « GE ». Dans le cadre de ce travail, les TPE et les PME seront représentées en extrême majorité car nous verrons plus tard qu'elles correspondent davantage aux cibles de financement des financeurs alternatifs.

Les entreprises sont aussi catégorisées en fonction de leur maturité, aussi appelée « stade de développement ». Dans le cadre de ce travail, nous avons identifié quatre stades différents. Le premier, le stade « seed » désigne un projet en phase de création et se situe donc à un stade où l'entreprise n'est pas encore constituée. Les seeds sont souvent à la recherche de financement pour leur projet

sous forme de seed capital⁶. Dans de telles circonstances incertaines et volatiles, la dette est rarement l'outil financier approprié, étant donné que les flux de trésorerie restent souvent négatifs longtemps après la conception de l'entreprise (Berger and Udell, 1998). Ensuite, nous avons identifié et défini notre deuxième catégorie sous la dénomination de « start-up ». Ce terme signifiant littéralement « entreprise qui démarre » est défini comme « une organisation temporaire à la recherche d'un business model industrialisable, rentable et permettant la croissance » (S. Blank, 2020). Les éléments caractéristiques d'une start-up sont les suivants : un potentiel important de développement, l'innovation, un risque accru par rapport à un projet classique, des besoins de financement importants et évidemment la jeunesse de l'entreprise. La catégorie suivante est composée d'entreprises appelées « scale-up ». Une scale-up est considérée comme une start-up ayant réussi à croître et « comme une entité avec une moyenne de rendement annualisé d'au moins 20 % au cours des 3 dernières années, avec au moins 10 salariés en début de période » (Organisation for Economic Co-operation and Development, OECD, 2008). Cependant, dans le cadre de ce travail, nous nous contenterons de définir une scale-up comme une entreprise ayant dépassé la phase de lancement et se trouvant désormais dans la phase de croissance, se tenant prête à changer d'échelle. Enfin, notre dernière catégorie contient les entreprises matures. Il s'agit d'entreprises bien établies dans leur marché et se situant déjà au-delà des deux phases précédentes ; elles n'ont généralement pas ou peu de croissance et se rapprochent de la phase de déclin.

Pour résumer, tout en faisant un lien avec la théorie de *Miller & Friesen (1984)* sur le cycle de vie des entreprises, nos catégories sont donc composées des seeds (préalable au cycle de vie de l'entreprise), des start-ups (phase de naissance), des scale-ups (phase de croissance) et des entreprises matures (phase de maturité).

2.1.2 L'économie sociale et les différents types d'entreprises sociales

L'économie sociale est traditionnellement considérée comme un troisième secteur, distinct des secteurs privés et publics. Comme l'économie classique, l'économie sociale vise au développement d'activités économiques productrices de biens ou de services, mais elle s'en distingue par la poursuite d'une finalité sociale : l'intérêt de la collectivité (Step Entreprendre, 2020). Cependant, la notion d'économie sociale est à nuancer en fonction de la zone géographique dans laquelle nous nous trouvons, comme nous pouvons le constater ci-dessous.

2.1.2.1 En Belgique

En Belgique, l'économie sociale est composée d'associations, de fondations, de mutuelles et de coopératives agréées par le Conseil National de la Coopération⁷ (CNC). En prenant cette définition proposée par ConcertES⁸, le site « economiesociale.be » annonce que le secteur de l'économie sociale en Belgique contient 18.000 entreprises employeuses pour 390.000 équivalents temps plein, ce qui représente 12% de l'emploi en Belgique. Selon ces chiffres, le secteur de l'économie sociale représente 1 emploi sur 8.

2.1.2.2 En Région wallonne

En Région wallonne, nous pouvons considérer que la définition de l'économie sociale est identique à celle utilisée au niveau fédéral car elle concerne les mêmes types d'entreprises et d'organisations. Selon le Conseil Wallon de l'Economie Sociale, celles-ci produisent des biens et services dans tous les secteurs d'activités. Cependant, contrairement aux entreprises classiques, leur raison d'être initiale est de rencontrer les besoins sociétaux plutôt que de viser le profit. Les entreprises sociales ont aussi la

⁶ Le seed capital, ou capital d'amorçage, représente l'ensemble des fonds de départ que des investisseurs proposent afin de payer les frais préalables à une création d'entreprise.

⁷ Une explication de l'agrément CNC est à disposition du lecteur dans l'annexe 1

⁸ Concertation des organisations représentatives de l'économie sociale, <https://concertes.be>

possibilité de bénéficier de plusieurs agréments les catégorisant de manière officielle en tant qu'entreprise d'économie sociale en Région wallonne. A titre d'exemple, il existe l'agrément « Initiative d'économie sociale » octroyé par la Région, l'agrément CISP octroyé par le Ministre régional de l'Emploi ou encore l'agrément ETA octroyé par l'AVIQ.

2.1.2.3 *En France*

En France, l'équivalent du concept d'économie sociale se nomme « économie sociale et solidaire ». L'ESS comporte quatre grands principes : la poursuite d'une utilité sociale, la recherche d'un modèle économique viable, la gouvernance démocratique et la rentabilité mise au service de la finalité sociale (Avisé, 2022). Les autorités publiques françaises ont défini ce terme au sein d'une loi, le 31 juillet 2014. Nous pouvons considérer que les définitions de ces deux secteurs en Belgique et en France se recoupent largement. Cependant, des différences subsistent et nous les aborderons lorsque nous introduirons la notion d'entrepreneuriat social.

2.1.2.4 *Les spécificités des entreprises d'économie sociale*

Nous sommes à présent en droit de nous demander ce qui différencie fondamentalement les entreprises sociales, telles que définies ci-dessus, des entreprises classiques. Dans une publication intitulée « *Rapport SECOIA* » (2017), des chercheurs wallons ont recensé des pratiques spécifiques aux entreprises d'économie sociale. Ces spécificités ont pu être catégorisées en trois grandes familles : l'affectation non capitaliste du surplus, la démocratie économique et la mixité des ressources (Moreau et Mortier, 2017). L'affectation non capitaliste du surplus peut s'effectuer de plusieurs manières, notamment par les limites fixées à la rémunération du capital, par la distribution indirecte du surplus à ses parties prenantes ou encore par l'affectation du surplus sous forme de dons à d'autres organisations. La démocratie économique, quant à elle, est représentée par les droits de contrôle alloués aux membres. En effet, contrairement aux entreprises classiques, le pouvoir de décision n'est pas proportionnel au capital investi dans l'organisation. Les entreprises sociales mettent en œuvre une gestion démocratique et participative au sein de leur organisation, représentée, par exemple, par le principe « une personne – une voix ». Enfin, la mixité des ressources désigne la capacité des entreprises sociales à mobiliser des ressources de nature non marchande ou quasi-marchande telles que des aides publiques, des dons privés ou encore du bénévolat.

2.1.2.5 *L'entrepreneuriat social*

Les termes d'économie sociale et d'entreprises sociales, que ce soit au niveau fédéral belge, wallon ou encore français, sont désormais définis. A présent, nous allons aborder un concept que nous pourrions qualifier de cousin : l'entrepreneuriat social et/ou les entreprises à impact. Nous sommes en droit de nous demander si ces concepts doivent être clairement différenciés ou si, au contraire, ils doivent être regroupés au sein de la même terminologie.

C'est en 1993 que la notion d'entrepreneuriat social, sous le terme « Social Enterprise Initiative », est amené pour la première fois par la prestigieuse Harvard Business School. Selon l'Avisé (2022), l'entrepreneuriat social est né avec l'économie sociale en Europe durant la même période au début des années 1990. Historiquement, ces deux concepts sont donc nés ensemble et avaient les mêmes objectifs initiaux : répondre à des besoins mal satisfaits, voire non satisfaits, par les services publics (Avisé, 2022). En France, la loi de 2014 sur l'ESS ouvre la voie à « *toute forme juridique* » et permet donc d'inclure dans cette terminologie l'ensemble des acteurs ayant un impact social, que ces derniers soient des acteurs historiques de l'économie sociale (mutuelles, ASBL, coopératives à finalité sociale et fondations) ou des acteurs à statut commercial ayant intégré dans leurs statuts, leur organisation et leur modèle économique, les règles nécessaires au respect des trois piliers de l'ESS⁹ énoncés précédemment (Avisé, 2022). En Europe, l'entrepreneuriat social se développe dans plusieurs pays grâce à la création de nouveaux cadres juridiques, statuts ou encore réseaux qui permettent de fédérer ce secteur en évolution. En 2011, la Commission européenne déclare vouloir soutenir l'entrepreneuriat

⁹ Les 3 piliers de l'ESS sont la poursuite d'une utilité sociale, la gouvernance démocratique et la rentabilité mise au service de la finalité sociale, ce qui constitue une différence avec les 4 principes où la recherche d'un modèle économique viable est ajoutée.

social via un communiqué nommé « Initiative pour l'entrepreneuriat social ». L'objectif principal poursuivi par cette initiative est « d'accompagner une demande croissante des Européens afin de favoriser une économie sociale de marché hautement compétitive » (Commission Européenne, 2011). Notons que les termes d'économie sociale, d'entrepreneuriat social et d'entreprises sociales sont tous utilisés au niveau européen pour désigner sensiblement la même chose, ce qui illustre bien la difficulté d'obtenir un cadre clair qui puisse différencier et catégoriser ces concepts. Plus récemment, en décembre 2021, la Commission européenne a présenté un plan d'action visant à stimuler l'économie sociale et à créer des emplois. Selon la Commission européenne : « en décembre 2021, le secteur de l'économie sociale en Europe représente 2,8 millions d'organisations et plus de 13 millions d'emplois ». Comme nous pouvons le constater, la Commission européenne change une fois de plus de terme et ne parle plus d'entrepreneuriat social, mais bien d'économie sociale. Cependant, un cadre clair est enfin posé sur la définition d'économie sociale en Europe au sein de ce plan d'action. Ce secteur reprend les coopératives, les mutuelles, les associations, les fondations et les entreprises sociales. Les quatre premières organisations citées sont donc identiques à la définition qui a cours en Région wallonne. Cependant, il est important de comprendre que la terminologie utilisée par la Commission européenne, lorsqu'elle mentionne les entreprises sociales, désigne les sociétés à statut commercial qui respectent les principes de l'économie sociale et solidaire, comme expliqué ci-dessus par l'Avisé (2022). Pour éviter cette confusion, nous avons fait le choix de créer notre propre terminologie que nous décrivons ci-dessous.

2.1.3 Notre définition d'entreprise sociale

Grâce à ces différentes informations, nous sommes à présent en mesure de définir notre propre terminologie dans le cadre de ce travail. Comme nous le constaterons ultérieurement, les financeurs alternatifs de notre échantillon ont différentes cibles de financement et sont donc intéressés par différents types d'entreprises, que ce soit au niveau de la forme juridique, de la taille ou encore de leur rentabilité potentielle. Nous proposons donc de définir les coopératives, les mutuelles, les associations et les fondations sous le terme « **entreprise d'économie sociale** ». Quant aux entreprises à statut commercial qui ont mis au centre de leur modèle économique la volonté de générer un impact sociétal (social et/ou environnemental) positif sur la société, nous les catégorisons sous la dénomination : « **entreprise à impact** ». Ces deux catégories rassemblées formeront le grand secteur des « **entreprises sociales** ».

2.2 Deuxième partie : Les sources de financement

En 2011, la Commission européenne relève un intérêt grandissant pour la capacité des entreprises sociales à apporter des réponses innovantes aux défis économiques sociaux et environnementaux actuels grâce à l'innovation sociale dont elles font preuve. Elle rappelle qu'une entreprise sociale est « une entreprise dont le principal objectif est d'avoir une incidence sociale plutôt que de générer du profit pour ses propriétaires ou ses partenaires » (Commission Européenne, 2011). L'Europe croit au potentiel de croissance et de diffusion du modèle des entreprises sociales, mais rappelle aussi qu'elles font face à différents obstacles, certains identiques à n'importe quelle PME, mais également à des difficultés qui leur sont propres. Un rapport du BEPA¹⁰ (2011) rédigé pour la Commission européenne et intitulé « *Initiative pour l'entrepreneuriat social* » souligne que les entreprises sociales rencontrent des difficultés particulières à trouver des financements. Effectivement, les besoins de financement des entreprises sociales varient grandement en fonction de plusieurs critères, comme leur niveau de développement, leur taille ou encore leur secteur d'activité (Commission européenne, 2011b). Des contraintes existent aussi concernant la redistribution des profits et la rémunération du capital ; cela peut donner le sentiment aux créanciers ou aux investisseurs potentiels que les entreprises sociales présentent plus de risques et sont moins rentables que des entreprises classiques (Commission européenne, 2011b). Les entreprises sociales sont en grande majorité des TPE et des PME et ne disposent pas en interne des compétences nécessaires à la préparation d'un plan financier et à l'élaboration de projections financières fiables exigées par les intermédiaires financiers avant d'apporter un financement (GECES, 2016). Etant donné leur taille réduite, les entreprises sociales ont des besoins de financement relativement faibles ; les acteurs financiers doivent donc assumer des coûts d'opération élevés par rapport à la quantité de financement fournie (GECES, 2016). De plus, lorsque des investisseurs souhaitent investir dans certains fonds d'investissement solidaire composés d'entreprises sociales, un manque de clarté sur l'impact social réel se fait remarquer et peut diminuer l'attractivité de l'investissement. Enfin, les entreprises sociales peuvent avoir du mal à accéder aux fonds structurels¹¹ lorsque les autorités de gestion ne financent que des projets portant sur des périodes courtes (Commission européenne, 2011b) car les entreprises sociales créent de la valeur sur le long terme et sont généralement moins performantes à court terme.

2.2.1 La Benefits Theory

Si l'entreprise sociale éprouve certaines difficultés à trouver du financement, elle semble bénéficier néanmoins de certains avantages inaccessibles à d'autres types d'entreprises. En effet, les entreprises sociales se caractérisent par leur « capacité à mobiliser des ressources de nature non marchande ou quasi-marchande telles que des aides publiques, des dons privés ou encore du bénévolat » (Moreau et Mortier, 2017). Cette capacité à pouvoir rassembler différents types de financement connus sous le nom de « financing-mix » est développée par la « *Benefits Theory* ». Cette théorie explique que les entreprises sociales génèrent une combinaison d'avantages privés et publics pour leurs bénéficiaires, et plus largement pour leurs parties prenantes, simplement en poursuivant la réalisation de leur mission et/ou finalité (Young, 2017). Ces bénéficiaires vont ensuite soutenir les entreprises sociales via plusieurs types de mécanismes financiers alternatifs.

La Benefits Theory liste les principales sources de financement auxquelles les entreprises sociales peuvent faire appel :

¹⁰ Bureau des Conseillers Politiques (à la Commission Européenne).

¹¹ Les Fonds structurels et d'investissement européens se composent des fonds suivants: Fonds européen de développement régional, Fonds social européen, Fonds de cohésion, Fonds européen agricole pour le développement rural et Fonds européen pour les affaires maritimes et la pêche.

2.2.1.1 *La sweat equity*

La « **sweat equity** » est un avantage non monétaire que les parties prenantes d'une entreprise donnent en travail et en temps et qui profite à l'entreprise (Kenton, 2020). Ce terme explique le fait qu'un travail non rémunéré peut avoir un impact mesurable sur la valeur ajoutée procurée à l'entreprise.

2.2.1.2 *Le don*

Le **don** est un avantage privé ou public qui est perçu par l'entreprise sans aucune contrepartie demandée par le donateur. Il peut prendre la forme d'un avantage financier, matériel ou autre.

2.2.1.3 *Les retained earnings*

Les « **retained earnings** » ou littéralement « profits retenus » représentent des profits réalisés par l'entreprise et qui sont non-distribués en dividendes aux actionnaires afin de les retenir dans l'entreprise, par exemple, à travers une mise en réserve (Fernando, 2022). Notons que cette source de financement n'est pas accessible à toutes les formes d'entreprises sociales étant donné que certaines d'entre elles ne possèdent pas d'actionnaires (exemple : ASBL).

2.2.1.4 *La dette*

La **dette**¹² est l'un des deux grands types de financement pour tous les types d'entreprises. Le financement par la dette désigne le fait de contracter des emprunts auprès d'institutions (banques ou établissements de crédits, organismes étatiques, associations, etc.), ou de particuliers (investisseurs privés ou financement participatif notamment) (Brouster, 2022). La dette est un outil financier très vaste et prend de nombreuses formes en fonction de critères tels que la nature comptable du financement, la durée, la destination de l'argent prêté ou encore la forme technique (*Les crédits, source de financement de votre entreprise*, 2021). Par exemple, il existe des crédits d'investissement, de trésorerie et de fonds de roulement qui répondent à des besoins de financement différents. Il en existe aussi qui diffèrent par leur forme, comme des crédits subordonnés, obligataires ou de caisse. (Un document expliquant différents types de dettes est disponible en annexe 2 pour le lecteur).

2.2.1.5 *L'equity*

L'« **equity** », ou le capital, est l'autre type de financement principal utilisé par les entreprises et correspond à la notion de « capital social ». Il est constitué par le biais des apports en numéraires (liquidités) et apports en nature (biens) investis dans une société par un ou plusieurs investisseurs, en contrepartie de parts sociales de celle-ci. Une part sociale représente un titre de propriété et donne à son détenteur, l'associé, un certain nombre de droits¹³ liés à la société (*Qu'entend-on par capital ?* 2021). Le capital peut être constitué soit au début de la vie de l'entreprise par les entrepreneurs à la base du projet, soit par des investisseurs extérieurs (sociétés publiques, privées ou personnes physiques). Notons que les apports d'investisseurs externes sont appelés « capital à risque ».

2.2.2 Les différents types de financement destinés aux entreprises sociales

Nous venons d'exposer ci-dessus les principales sources de financement des entreprises sociales décrites par la *Benefits Theory*. Cependant, il est nécessaire de rappeler que le premier objectif de ce travail de fin d'étude est de décrire l'offre des financeurs alternatifs, et non pas d'analyser les sources de financement accessibles aux entreprises sociales. Lors de la partie « Résultats » de ce travail, nous

¹² Les termes « prêts », « emprunts » et « crédits » sont tous assimilables au financement par la dette.

¹³ Des droits d'ordre politique tels que le droit de vote et le droit à l'information, des droits financiers tels que le droit à une participation pécuniaire aux bénéficiaires (dividende ou intérêt) ou en cas de liquidation de la société et des droits patrimoniaux tels que le droit de gager, prêter ou céder les parts détenues.

nous intéresserons uniquement aux types de financement proposés par les financeurs alternatifs de notre échantillon, à savoir les différentes formes de dettes et de capital.

Grâce aux travaux de Young (2017), nous sommes désormais capable de comprendre quelles sont les sources de financement auxquelles les entreprises sociales peuvent faire appel. Il est temps de nous intéresser concrètement aux types de financement accessibles aux entreprises sociales en Région wallonne et en Région de Bruxelles-Capitale. Selon le site « *économiesociale.be* », qui est une initiative conjointe des deux régions, il existe huit modèles d'organismes de financement ou de sources de financement accessibles et adaptés aux entreprises sociales.

2.2.2.1 L'appel au financement citoyen

Selon une étude de Financité réalisée en 2018 sur l'investissement citoyen, recourir au financement citoyen en proposant au public d'investir dans une entreprise sociale a un triple avantage pour l'entreprise : créer et fidéliser une communauté autour du projet, diversifier les sources de financement et favoriser l'économie solidaire et responsable en impliquant les citoyens dans les questions liées à la finance (*Se financer grâce à l'investissement citoyen | financité*, 2021). Pour cela, il existe deux moyens principaux : le prêt citoyen¹⁴ et la participation citoyenne au capital de l'entreprise.

2.2.2.2 Les organismes de crédit

Comme leur nom l'indique, l'activité principale des organismes de crédits est d'octroyer des crédits aux entreprises. Il s'agit d'une méthode de financement particulièrement répandue et ce, peu importe les finalités des entreprises financées. Cependant, outre les organismes de crédits traditionnels et adaptés aux entreprises classiques, il existe des structures privées et publiques spécialisées dans le financement des entreprises sociales. Ces organismes peuvent être, par exemple, des coopératives de financement ou des banques alternatives dont l'objectif est de soutenir des projets ayant un impact positif sur la société. Nous constaterons plus tard dans ce travail que plusieurs financeurs alternatifs faisant partie de notre échantillon correspondent à cette dénomination.

2.2.2.3 Les investisseurs institutionnels

La notion d'investisseur institutionnel est particulièrement vaste. Dans le cadre de ce travail, nous ne nous risquerons pas à définir ce terme dès lors que dans notre cas, les investisseurs institutionnels concernés par cette terminologie sont au nombre de deux : c'est-à-dire un par région. Ces deux financeurs sont des sociétés anonymes d'intérêt public voulant soutenir des entreprises sociales en leur proposant des solutions de financement variées et sur-mesure. Ils proposent principalement différents types de prêts et des prises de participation en capital dans les entreprises soutenues. Ces organismes sont financés par leur région respective : nous pouvons donc les catégoriser comme des financeurs publics.

2.2.2.4 Le crowdfunding

Le crowdfunding est un mode de financement qui a le vent en poupe. Il s'agit d'un moyen de financer un projet ou une entreprise en faisant appel à de nombreux investisseurs via une plateforme en ligne (*Le crowdfunding*, 2021). Le crowdfunding peut prendre plusieurs formes : le don, le financement en avantage en nature, l'investissement en capital, ou encore le crowdlending¹⁵. Pour la Région wallonne et la Région de Bruxelles-Capitale, 8 plateformes ont été identifiées entre 2016 et 2017. En tant qu'outils de financement digitalisés, les plateformes de crowdfunding séduisent les investisseurs grâce à leur aspect innovateur et plaisent aux entreprises car elles constituent un moyen de se faire connaître auprès du grand public.

¹⁴ Lancé en 2014, le prêt citoyen thématique visait à répondre à la difficulté des ASBL ou pouvoirs publics d'obtenir des crédits auprès des établissements bancaires.

¹⁵ Le crowdlending est l'une des composantes du crowdfunding, il permet à des entreprises à la recherche de fonds d'emprunter auprès d'investisseurs particuliers.

2.2.2.5 *Les fondations et le mécénat d'entreprise*

Les fondations peuvent être classées en deux catégories : les fondations d'utilité publique et les fondations privées. Selon un rapport intitulé « les Fondations en Belgique » (Mernier A & Xhaufclair V, 2017), elles sont considérées comme des sources de financement relativement méconnues malgré leur nombre : en 2015, la Belgique comptait 1751 fondations. Ces fondations apportent des soutiens financiers sous plusieurs formes (dons, prêts, participations au capital, etc.) mais aussi diverses offres de soutien non financier (accompagnement, coaching, conseil stratégique, etc.). Les fondations sont actives dans les domaines de la philanthropie et/ou de la *venture philanthropy* que nous ne manquerons pas de définir dans la suite de cette analyse théorique.

2.2.2.6 *Les appels à projets et les différents Prix*

Chaque année, en Région wallonne et en Région bruxelloise, des appels à projets destinés aux entreprises sociales sont lancés afin de récompenser financièrement les entreprises lauréates élues selon certains critères. Les montants et les types de financement sont variables en fonction des différents prix existants dans ces deux régions.

2.2.2.7 *Les aides publiques*

De nombreuses aides publiques sont mises à la disposition des entreprises sociales afin de les soutenir dans leur développement.

2.2.2.8 *Les fonds d'impact sociétal*

D'après la recherche de Guénard-Malaussène (2019), la définition communément acceptée de l'investissement à impact reste celle exprimée lors du G8, qui s'est tenu à Londres en 2013, par l'« *International Taskforce on Impact Investing* » qui le circonscrit à un investissement « qui cible de manière intentionnelle des organisations qui dégagent un résultat social en même temps que financier, qui établissent des objectifs sociaux mesurables et qui en mesurent régulièrement leur accomplissement » (Guénard-Malaussène, 2019). Les piliers de cette définition fondatrice sont l'intentionnalité (l'impact et l'utilité sociétale sont au cœur de la mission du projet), l'engagement (des dirigeants en faveur de l'impact positif à créer) et la mesure (des actions mises en place et de leurs effets). Ces fonds dits « *for impact* » investissent dans des entreprises à impact en voulant lier rendement financier et rendement social. Nous verrons ultérieurement les différences qui existent entre ces types de financeurs actifs dans l'impact investing et les financeurs solidaires.

Dans le cadre de ce travail, seulement certaines catégories des financeurs mentionnés ci-dessus seront représentées dans notre échantillon de financeurs alternatifs. Il s'agit des organismes de crédit, des investisseurs institutionnels, des plateformes de crowdfunding et des fonds d'impact sociétal. En effet, après avoir défini clairement la notion d'entreprise sociale¹⁶ utilisée dans ce travail, il est temps de définir la notion de « *financeur alternatif* » dans la prochaine partie de cette analyse théorique.

¹⁶ Pour rappel, il s'agit des entreprises d'économie sociale et des entreprises à impact.

2.3 Troisième partie : Les financeurs alternatifs

Cette section vise à identifier qui sont les financeurs alternatifs susceptibles d'être repris dans notre échantillon, ainsi que leurs différentes stratégies d'investissement et/ou de financement afin de connaître leur positionnement. Ensuite, grâce aux diverses sources de littérature, nous serons en mesure d'établir les domaines dans lesquels les financeurs alternatifs peuvent se retrouver en fonction de leurs différentes caractéristiques.

2.3.1 Le rôle du système financier et les trois niveaux de la finance durable

Dans son livre « Principles of sustainable finance » (2019), D. Schoemaker décrit le rôle que le système financier peut jouer dans la transition vers un monde plus durable où un équilibre sera trouvé entre les dimensions économiques, sociales et environnementales. Tout d'abord, l'affectation des ressources financières à leur utilisation la plus productive est un rôle clé de la finance (Schoemaker, 2019). Elle est donc supposée être bien placée pour prendre des décisions stratégiques en fonction des objectifs de durabilité poursuivis par les entreprises qu'elle finance. Le système financier joue ce rôle à différents niveaux. Les banques, par exemple, définissent leur stratégie de prêt en fonction des secteurs et des projets qui sont éligibles ou non à l'endettement. De même, les fonds d'investissement établissent leur stratégie d'investissement, qui détermine dans quels actifs ils investissent et dans quels actifs ils n'investissent pas en fonction d'une multitude de critères. Le secteur financier peut ainsi jouer un rôle de premier plan dans la transition vers une économie circulaire, car si le secteur financier choisit de financer des entreprises et des projets durables, il peut accélérer la transition (Schoemaker, 2019).

En termes de suivi de leurs investissements, les investisseurs peuvent également influencer les entreprises dans lesquelles ils investissent. Les investisseurs ont donc un rôle puissant dans le contrôle et la direction des conseils d'administration. Enfin, la finance est compétente pour évaluer le risque lié aux cash flows futurs afin d'évaluer le plus correctement possible la valeur d'un investissement à un instant « t » (Schoemaker, 2019). Etant donné qu'il existe de nombreuses incertitudes inhérentes aux enjeux environnementaux, la gestion des risques (risk management) maîtrisée par le système financier peut aider à faire face à ces incertitudes (Schoemaker, 2019).

Cependant, force est de constater que notre système financier actuel, que nous qualifierons de finance classique, ne jure que par le bon vieux couple « rendement-risque » qui a pour unique objectif de d'optimiser le profit d'un investissement. Mais alors, qu'est donc la finance durable ? Dans son ouvrage, D. Schoemaker décrit trois niveaux distincts, mais pourtant interconnectés de la finance durable. Pour les définir, l'auteur utilise 4 critères clés : la destination de la valeur créée, le classement des facteurs financiers, sociaux et environnementaux dans la stratégie d'investissement, l'équation générale d'optimisation de l'investissement (composé des 3 facteurs F, S et E¹⁷) et l'horizon d'investissement. Voici les quatre catégories représentant chacune un niveau de finance différent.

2.3.1.1 *La finance classique*

La valeur créée l'est uniquement pour ses actionnaires ; son objectif est de maximiser le retour financier et ce en ayant un horizon de rendement à court terme.

2.3.1.2 *La finance durable 1.0*

Les financeurs repris dans cette catégorie sont toujours guidés par la création de valeur pour leurs actionnaires. Cependant ils s'imposent certaines contraintes. Typiquement, les investisseurs vont

¹⁷ F : valeur financière ; S : impact social ; E : impact environnemental.

éviter de financer ou d'investir dans certaines entreprises à impact très négatif¹⁸ (Schoenmaker, 2019). En effet, les facteurs environnementaux et sociaux sont introduits comme des contraintes à respecter dans l'équation d'optimisation de la valeur financière. Une hiérarchie claire est établie entre les trois facteurs et l'horizon est toujours à court terme.

2.3.1.3 La finance durable 2.0

Le point central de ce niveau est la prise en compte des impacts sociaux et environnementaux négatifs en tant qu'externalités dans leur décision d'investissement. C'est-à-dire qu'au lieu de considérer des facteurs S et E en tant que contraintes, ces facteurs font désormais partie de l'équation d'optimisation comme des facteurs à optimiser au même titre que la valeur financière (F). Comme nous pouvons le voir dans la Figure 1, l'équation d'optimisation devient « $I = F + S + E$ ». L'horizon d'investissement change lui aussi et passe à moyen terme.

2.3.1.4 La finance durable 3.0

L'élément fondamental de ce dernier niveau est le changement du point de vue « risque » vers un point de vue « opportunité ». En effet, au lieu d'éviter les entreprises à impact négatif (cf. SF¹⁹ 1.0), les financeurs choisissent d'investir uniquement dans des entreprises ou des projets à impact positif. Les financeurs de ce niveau utilisent une liste d'inclusion (contenant des critères de génération d'impact social ou environnemental) plutôt qu'une liste d'exclusion. Pour la première fois, les rôles s'inversent au sein des facteurs à optimiser. En effet, l'objectif est d'optimiser les facteurs sociaux et environnementaux tout en tenant compte de la valeur financière, perçue comme une contrainte ou un socle à respecter.

SF Typology	Value created	Ranking of factors	Optimization	Horizon
Finance as usual	Shareholder value	F	Max F	Short term
SF 1.0	Refined shareholder value	$F \gg S \text{ and } E$	Max F subject to S and E	Short term
SF 2.0	Stakeholder value (triple bottom line)	$I = F + S + E$	Optimize I	Medium term
SF 3.0	Common good value	$S \text{ and } E > F$	Optimize S and E subject to F	Long term

Note: F = financial value; S = social impact; E = environmental impact; I = integrated value. At SF 1.0, the maximization of F is subject to minor S and E constraints.

Figure 1: Framework for sustainable finance; Source: Schoenmaker (2017)

L'auteur indique que seul un pourcentage infime des institutions financières actives dans le monde fait partie à part entière de la SF 3.0. Dans le cadre de ce travail, notre objectif est de composer un échantillon de financeurs qui soutiennent quasi exclusivement des entreprises sociales telles que nous les avons définies précédemment. Nous avons donc fait le choix de ne considérer que les acteurs financiers a priori repris dans les catégories SF 2.0 et SF 3.0. En effet, notre critère principal pour constituer l'échantillon était de ne pas considérer les facteurs sociaux et environnementaux comme des contraintes, mais bien comme des facteurs au moins aussi importants que la valeur financière lors des décisions d'investissement et/ou de financement. Etant donné que les entreprises sociales respectent ce critère, il nous est apparu évident d'en faire un benchmark obligatoire pour la définition de financeur alternatif.

¹⁸ Aussi appelées les 'sin' companies en anglais.

¹⁹ SF : sustainable finance (ou finance durable)

2.3.2 Le spectre d'investissement social

Nous venons de voir l'approche de D. Schoenmaker qui recense trois niveaux différents de finance durable que nous avons définis ci-dessus. A présent, Il serait idéal de pouvoir lier ces notions théoriques à des concepts plus familiers que nous avons déjà cités préalablement dans ce travail. Pour ce faire, nous allons utiliser la figure 2 ci-dessous représentant le spectre d'investissement social dans lequel peuvent se situer les différents acteurs financiers. Notre objectif est de définir et catégoriser ces différents concepts afin d'obtenir un cadre clair où nous pourrions inclure les financeurs alternatifs de l'échantillon.

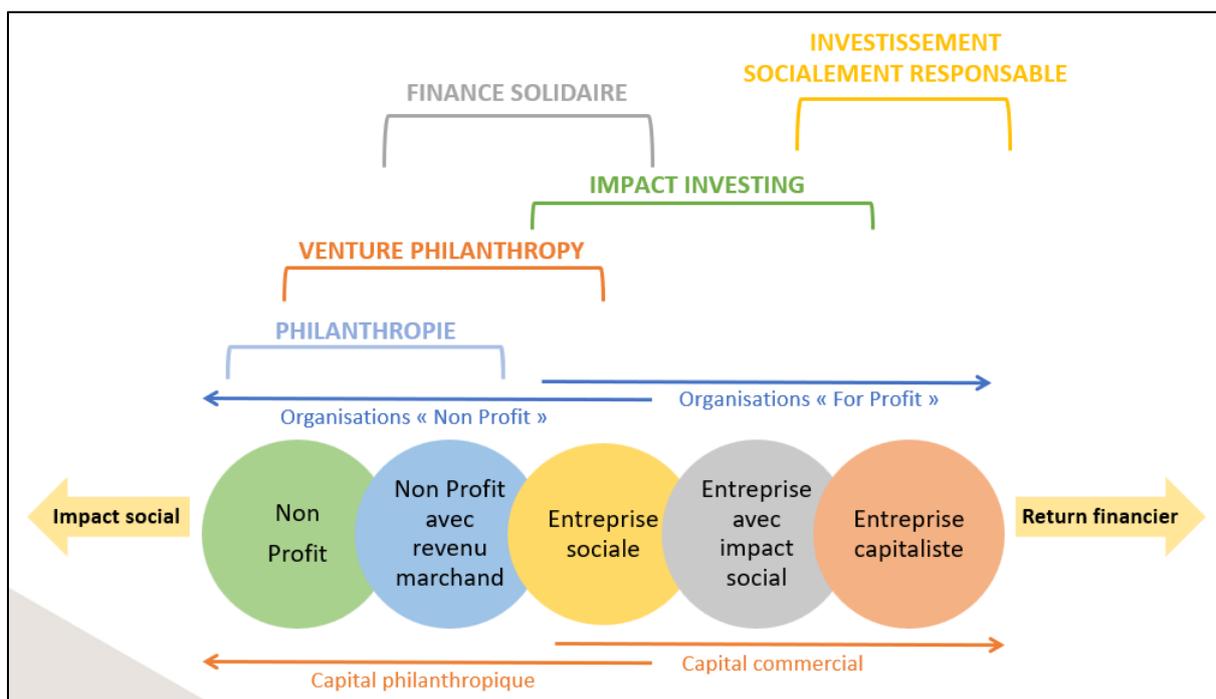


Figure 2 : Le spectre d'investissement social ; Source : « Les financements privés au secours des entreprises sociales ? », Xhaufclair, 2019, (diapositive 3).

2.3.2.1 Venture philanthropy

Si le terme philanthropie nous fait directement penser au don, la VP, quant à elle désigne un concept d'investissement tentant d'appliquer au don les méthodes du capital-investissement, et plus particulièrement celles du capital risque ou « venture capital » (Pache, 2016). La VP est donc une nouvelle forme de philanthropie qui révèle un changement d'orientation chez ces acteurs financiers. Dans ce concept, l'objet du don ne se limite pas à soutenir des projets, mais a l'objectif de développer les capacités des organisations soutenues. Les montants donnés sont relativement importants et ces acteurs s'impliquent fortement et durablement dans les projets soutenus, à tel point que l'accompagnement extra-financier est aussi important que l'intervention financière. La notion de risque est aussi déterminante dans la VP, l'idée étant que c'est en prenant des risques que l'on peut espérer avoir un impact significatif, quitte à assumer plusieurs échecs (Pache, 2016). Nous pouvons considérer que la démarche poursuivie par les acteurs de la VP combine l'approche purement philanthropique avec celle d'impact investing. Cependant, ils se différencient surtout par leurs objectifs en matière de rendement financier. En effet, les *venture philanthropes* soutiennent des projets générant un impact sociétal, sans attendre de rendement financier en contrepartie (Bradenburg & Rodin, 2014). Notons aussi que la présence d'un *venture philanthrope* au démarrage d'un projet permet de diminuer le risque pour d'autres investisseurs potentiels (Wilson et al., 2015).

En résumé, « *la venture philanthropy a pour principe d'apporter un soutien ciblé et global à un petit nombre d'organisations, dans la durée, en visant un fort impact social* » (Pache, 2016).

Dans le cadre de ce travail de fin d'étude, nous ne prenons pas en compte les acteurs de la VP dans notre échantillon car nous avons fait le choix de ne considérer que les concepts de la finance solidaire et de l'impact investing comme faisant partie de notre définition de financeur alternatif.

2.3.2.2 Finance solidaire

À propos de la finance solidaire, aucune définition reconnue internationalement n'existe. Certains auteurs y voient une ressemblance à s'y méprendre avec l'impact investing, alors que d'autres différencient clairement ces deux concepts.

En France par exemple, la finance solidaire est définie comme telle : « *les finances solidaires sont constituées de circuits financiers reliant, d'une part, des investisseurs (personnes physiques ou morales) souhaitant utiliser leur argent de manière responsable et, d'autre part, des activités utiles à la cohésion sociale, à la lutte contre l'exclusion ou au développement durable.* » (Le Labo de l'ESS, 2013, p.4). Malheureusement, cette définition n'apporte pas de termes novateurs qui puissent permettre de catégoriser et différencier la finance solidaire d'autres concepts similaires.

Nous avons fait le choix de nous baser principalement sur la définition apportée par Financité (2020) : « *La finance solidaire consiste à fournir, sans visée spéculative et moyennant une rémunération limitée, l'argent nécessaire à la réalisation d'opérations économiques qui présentent une valeur ajoutée pour l'humain, la culture et/ou l'environnement, en vue de favoriser le bien commun, la cohésion sociale et la gouvernance démocratique.* ». Plusieurs termes importants sont à recenser dans cette définition. Premièrement, la spéculation consiste à faire des choix en tentant d'anticiper certaines évolutions futures et en prenant le risque que ces anticipations ne se réalisent pas. Ce qui différencie un investisseur spéculateur d'un investisseur solidaire est l'attente d'une rentabilité importante afin de rémunérer le risque qu'il prend lors de son investissement par rapport au financeur solidaire qui n'a aucune visée spéculative. Cela signifie que l'argent apporté par le financeur solidaire, qu'il soit sous forme de prêt ou de participation au capital, a comme objectif principal de soutenir le projet et non pas d'investir en attendant une plus-value financière. D'autre part, les projets soutenus par les financeurs solidaires sont exclusivement des entreprises sociales ou projets sociaux qui respectent les critères de l'économie sociale.

De plus, à l'instar de la venture philanthropy, l'offre de financement que propose la finance solidaire contient régulièrement des services extra-financiers, tels que des conseils venant d'experts, du coaching ou encore de la mise en réseau.

En synthèse, nous dirons que les financeurs solidaires peuvent être de différentes formes (coopératives de financement, financeurs institutionnels, banques, fonds privés, etc.) ; ils utilisent des outils financiers variés (principalement différents types de dette et de la participation au capital) ; ils n'ont pas d'attentes de rendement particulières et ils se positionnent comme des partenaires sur le long terme des projets qu'ils soutiennent.

Notons que la finance solidaire englobe aussi le financement citoyen en direct qui s'effectuerait sans passer par un organisme de finance solidaire intermédiaire en souscrivant directement au capital d'entreprises sociales ou en répondant à l'émission d'obligations d'une association par exemple.

2.3.2.3 Impact investing

L'impact investing est certainement le spectre d'investissement le plus vaste que nous décrivons dans ce travail. Non seulement en termes de montants investis, car le marché mondial de l'impact investing évolue de manière vertigineuse depuis plusieurs années et était évalué à 228 milliards de \$ en 2017 (Hill, 2020), mais aussi en termes de critères car la notion d'impact investor peut rassembler beaucoup d'acteurs financiers forts différents.

Le terme « impact investing » a été créé en 2007 par la Fondation Rockefeller qui compte plus de 100 ans d'expérience dans l'investissement caritatif (Hill, 2020). Le Global Impact Investing Network (GIIN) définit l'impact investing comme « des investissements réalisés dans le but de générer un impact social et environnemental positif et mesurable, ainsi qu'un rendement financier » (*What you need to know about impact investing*, 2020). Nous sommes donc dans un concept d'investissement qui a la volonté de lier un double objectif : créer un impact sociétal positif tout en obtenant un rendement financier minimum.

L'impact investing peut donc être repris par énormément d'acteurs financiers. Les investisseurs traditionnels, grands et petits, ainsi que des fonds de grandes sociétés de gestion d'investissement, s'intéressent de plus en plus à ce secteur. La question à se poser est la suivante : « est-ce une bonne chose ou cela risque-t-il de pervertir ce concept ? ». Car l'impact investing possède un critère jouant un rôle de garde-fou : l'intention d'impact. Son objectif est de ne pas laisser les investisseurs à but purement lucratif s'insérer néanmoins dans des secteurs à impact positif (comme la santé, l'éducation ou l'énergie propre) se considérer comme des impact investors, car ils ne répondent pas au critère d'intentionnalité (Barber et al., 2021). Effectivement, si ces acteurs financiers ne respectent pas ce critère essentiel, ils peuvent vite tomber dans la catégorie de « greenwashing ».

Selon Rangan et al. (2012), deux catégories d'impact investors se démarquent : les « finance first » et les « impact first ». La première catégorie cherche en premier lieu à maximiser son rendement financier tout en ayant un objectif d'impact qualifié de secondaire (Rangan et al., 2012). La SF 1.0 définie par Schoenmaker (2019) semble être fortement liée à cette catégorie. Ensuite, « les impact first » considèrent l'impact généré par leurs investissements comme étant au moins égal au rendement financier espéré. Dans ce cas, nous nous retrouvons plutôt entre les catégories SF 2.0 et SF 3.0 car l'objectif de rendement est toujours présent.

Les acteurs de l'impact investing peuvent être actifs dans tous les secteurs d'activités et les montants investis varient entre la microfinance et plusieurs millions par investissement. Les outils financiers utilisés sont principalement la participation au capital et la dette. Les investissements réalisés sont effectués avec une attente de rendement financier plus faible que lors d'un investissement classique. Cependant, une étude de Mudaliar et Bass (2017) indique que la performance financière de l'impact investing peut être comparable à celle des investissements conventionnels. Les impact investors peuvent prendre des formes bien différentes. Cependant, dans le cadre de ce travail, nous nous intéresserons particulièrement aux fonds d'investissement à impact actifs en région wallonne qui financent des entreprises et projets à impact. En revanche, nous verrons dans la suite de ce travail qu'il est très rare de voir des impact investors investir dans des associations ou autres organisations qui limitent ou interdisent la rémunération du capital, et ce pour plusieurs raisons que nous ne manquerons pas d'analyser.

2.3.2.4 Investissement socialement responsable

L'investissement socialement responsable est un concept large lui aussi. Une définition ainsi qu'une explication succincte de ce concept est à la disposition du lecteur en annexe 3.

2.3.3 Définition de la notion de « financeur alternatif »

Il est temps à présent de définir cette nouvelle notion de financeur alternatif que nous allons utiliser durant ce travail, afin de délimiter le cadre dans lequel les acteurs financiers de notre échantillon doivent se situer.

Comme nous avons pu le constater, il existe pléthore de concepts pour représenter des organismes de financement voulant se différencier de la finance classique, prenant en compte, dans leur décision d'investissement, des externalités en dehors du couple traditionnel « rendement-risque » qui dicte les

décisions de la finance classique. Si ces différentes notions sont à présent clarifiées, les décrire de manière complète et objective n'est pas un exercice facile car celles-ci sont en constante évolution. De plus, ces concepts sont émergents pour la plupart ce qui entraîne un manque de stabilité. Mais alors, comment définir le terme novateur de « financeur alternatif » ? Et surtout, quels sont critères à utiliser pour en délimiter le cadre ?

Le sujet de ce travail étant « le financement des entreprises sociales », il nous est apparu évident de ne prendre en compte que les organismes de financement ayant comme objectif principal de soutenir les entreprises sociales telles que nous les avons définies. Selon Guézennec et Malochet (2013), la finance solidaire s'apparente en partie à l'impact investing, si celui-ci se réfère au financement de l'économie sociale et solidaire.

Grâce à cela, nous arrivons enfin à définir les institutions financières qui, selon nous, sont dédiées au financement des entreprises sociales :

*Le terme de « **financeur alternatif** » représente des acteurs financiers respectant 4 critères primordiaux :*

- *Être actif dans la **finance solidaire** et/ou **l'impact investing**.*
- *Se situer au minimum au niveau **SF 2.0** tel que décrit par Schoenmaker (2019).*
- *Financer uniquement des **entreprises d'économie sociale** et/ou des **entreprises à impact**.*
- *Utiliser principalement comme outils financiers la **dette** et/ou la **participation au capital**, peu importe leurs différentes formes.*

Figure 3 : Cadre de définition de la notion de financeur alternatif

2.4 Quatrième partie : La collaboration entre financeurs alternatifs

Dans cette dernière section de l'analyse théorique de ce travail, nous nous intéresserons aux relations de collaboration entre les financeurs alternatifs. Cependant, il existe très peu de littérature sur ce sujet précis, nous avons donc fait le choix d'aborder ce sujet de manière plus large. Dans un premier temps, nous exposerons la collaboration entre entreprises sociales pour arriver ensuite à la collaboration entre financeurs de PME qui ne sont pas forcément actifs dans le financement des entreprises sociales. Grâce à ces deux points de vue, nous pourrions émettre des hypothèses sur les types de collaboration que nous pensons observer lors des entretiens menés avec les financeurs alternatifs de notre échantillon.

2.4.1 La collaboration entre entreprises sociales

Les financeurs alternatifs étant eux-mêmes des entreprises sociales, il semble logique de commencer cette analyse de littérature par la collaboration entre entreprises sociales. Selon le rapport « Je joue collectif » (Axel Detammaecker et al., 2020), la coopération et/ou la collaboration sont inscrites dans la raison d'être des organisations de l'économie sociale. Ceci n'a rien d'étonnant : il suffit de constater la dénomination des formes juridiques de certaines entreprises sociales (par exemple : mutuelle, association ou coopérative) pour réaliser qu'elles se situent dans le champ lexical des termes « collaboration » ou « coopération ». Effectivement, la mission sociale au cœur de chaque projet d'économie sociale attire un écosystème constitué de différentes parties prenantes avec lesquelles les entreprises sociales collaborent régulièrement (Axel Detammaecker et al., 2020). Leurs modèles économiques particuliers entraînent aussi la possibilité de pouvoir faire appel au bénévolat, à une diversité de partenaires ou encore à des ressources variées, comme nous l'avons vu précédemment dans le « Rapport SECOIA » (2017). Cependant, ces modèles font l'objet de fortes évolutions et les entreprises sociales doivent s'adapter à leur environnement changeant. Selon D. Domingues (2020), « *les rapprochements d'acteurs de l'ESS constituent une voie utile et parfois nécessaire* ». Il attire aussi notre attention sur le fait que ces rapprochements ne se limitent pas à la seule finalité l'économique, mais qu'il s'agit avant tout « *d'une démarche stratégique qui permet de préserver la démarche partenariale, et non tomber dans le simple rôle de prestataire* » (Domingues, 2020). En France, une tendance pousse les entreprises sociales, et en particulier les associations, à se rapprocher afin de collaborer. Les avantages de cette collaboration accrue semblent nombreux : « *organiser une réponse globale sur un territoire, mieux répondre aux besoins des bénéficiaires, accéder à de nouvelles compétences, atteindre une taille adaptée à l'activité et aux ambitions, investir pour se développer, faire face à la contraction des finances publiques, s'organiser face à la concurrence croissante, etc.* » (Axel Detammaecker et al., 2020).

2.4.2 La collaboration entre acteurs financiers

Dans la littérature, les relations entre acteurs financiers sont peu étudiées, alors que les relations « financeur-entreprise » récoltent plus d'intérêt de la part des chercheurs. Dans le cadre de ce travail, nous n'avons pas trouvé de littérature pertinente sur le sujet précis de la collaboration entre financeurs d'entreprises sociales. Cependant, plusieurs études se sont intéressées aux relations entre financeurs de PME et nous avons conclu que nous pourrions grandement nous en inspirer.

Tout d'abord, nous pouvons supposer que la force du lien, telle que définie par Granovetter (1973) comme étant « *une combinaison de quantité de temps, d'intensité, d'intimité émotionnelle et des services réciproques* », caractérise la relation entre financeurs. Dans une étude menée par Koffel et al.

(2018), les auteurs ont voulu déterminer si ces liens entre financeurs tels que décrits ci-dessus pouvaient permettre « *la création de ressources financières et cognitives accordant un avantage compétitif durable à l'entreprise financée* » (Koffel et al., 2018). Cette étude s'intéresse à trois acteurs financiers différents : les Capital-Investisseurs, les Business Angels²⁰ et les plateformes d'Equity Crowdfunding. Ces organismes ont des spécificités propres à leur métier leur permettant de les qualifier de financeurs indépendants, participatifs et collaboratifs. Selon cette étude, un phénomène de collaboration entre ces acteurs financiers naît dès l'étape de sélection des projets à financer, l'objectif principal recherché par ces échanges étant de « diminuer le risque lié à l'incertitude » (Koffel et al., 2018). Ces échanges d'informations entre financeurs durant la période de préinvestissement vont aussi permettre d'instaurer une collaboration tout au long de la période d'investissement.

Les relations entre financeurs vont être influencées par les relations « financeur-entreprise ». En effet, le Business Angel, par exemple, adoptera une attitude plus intuitive dans la sélection du projet et développera ensuite des liens plus « proches » avec le porteur du projet, en comparaison à une plateforme d'Equity Crowdfunding qui entretiendra une relation plus formelle avec l'entreprise et qui performera une analyse financière plus poussée lors de la sélection du projet. Ces différentes compétences chez les financeurs peuvent jouer un rôle bénéfique qui vont les pousser à collaborer (Koffel et al., 2018). En effet, les investissements dans une entreprise en phase d'amorçage, se font rarement seuls car la confrontation des points de vue et le partage d'informations permettent d'affiner le jugement. Les financeurs créent donc mutuellement de la valeur ajoutée dont chacun peut bénéficier. Il s'ensuit que le choix du co-investissement « *s'explique par le fait de trouver des complémentarités avec différents investisseurs* » (Koffel et al., 2018). Certains acteurs financiers vont donc volontairement trouver des partenaires financiers qu'ils jugent adaptés à l'entreprise en besoin de financement car « *des financeurs experts du secteur vont pouvoir amener un levier et des perspectives différentes au projet* » (Koffel et al., 2018), expliquait un financeur anonyme dans l'étude menée réalisée par Koffel (2018). Ces éléments semblent donc indiquer une volonté des financeurs de mobiliser différentes compétences de leur réseau relationnel (Koffel et al., 2018), et ce afin d'apporter le financement le plus adapté à l'entreprise.

De plus, cette collaboration en phase de préinvestissement ne concerne pas uniquement la recherche d'un partenaire financier avec qui co-financer. Cet appel à collaborer peut-être fait uniquement dans l'optique d'une expertise technique, sans que cela ne conduise à un co-financement avec l'acteur financier mobilisé (Koffel et al., 2018). Ce type de collaboration nous conduit à un autre constat important : selon cette étude, l'aspect relationnel semble jouer un rôle important dans la collaboration entre financeurs. Effectivement, la confiance et la dimension humaine présentes dans les relations inter-financeurs constituent une étape préalable à l'instauration d'une collaboration durable tout au long de la période d'investissement (Koffel et al., 2018).

La collaboration inter-financeurs peut aussi bénéficier aux entreprises en demande de financement. En effet, selon la théorie du signal (Spence, 1974), l'acte de financer (ou non) une entreprise peut envoyer un signal positif (ou négatif) envers d'autres acteurs financiers quant à un financement éventuel. De plus, l'intervention de plusieurs financeurs au sein de la même entreprise permet « *une structuration juridique, organisationnelle et managériale de l'entreprise* » ou encore « *une professionnalisation de l'entreprise d'un point de vue organisationnel, des possibilités de levées de fonds ultérieures afin de financer la croissance de l'entreprise* » (Koffel et al., 2018). A la vue de ces différents avantages, il n'est pas étonnant d'observer que les dirigeants d'entreprises sont régulièrement demandeurs d'une collaboration entre ces différents acteurs. Grâce à ces différentes observations, les auteurs de l'étude peuvent conclure que la collaboration entre financeurs est « *créatrice de valeurs pour l'entreprise et confère un avantage compétitif durable grâce à la création de ressources cognitives* » (Koffel et al., 2018).

²⁰ « Un business Angel est une personne physique qui décide d'investir une partie de son patrimoine financier dans des sociétés innovantes à fort potentiel » (bpifrance, 2021).

2.4.3 Le phénomène de coopération

En parcourant la littérature, un terme est revenu assez régulièrement : la coopération. Ce terme a été mis en avant par Nalebuff et Brandenburger en 1997 dans leur livre intitulé « Co-opétition ». Selon ces auteurs, la coopération est une collaboration d'opportunité entre différents acteurs économiques concurrents. L'objectif de cette pratique est de « capturer un bénéfice commun lorsque coopérer devient l'alternative optimale pour des raisons de coûts, de marché et/ou de compétences » (Nalebuff et Brandenburger, 1997). Bien que l'intentionnalité de collaboration soit absente de cette définition, les auteurs ont constaté que le partage de certaines ressources avec des concurrents, à certains moments jugés optimaux, crée de fortes synergies entre les acteurs économiques en coopération et génère une valeur ajoutée pour ces mêmes acteurs.

Une étude réalisée au Québec par Elhadji Issa et al. (2015) a tenté de savoir si ce phénomène de coopération favorisait le financement et le développement des PME. Les auteurs décrivent les trois axes de la coopération comme tels : partager des ressources, s'accorder sur des procédures communes, se compléter sur des offres de services et de conseils financiers. Leur hypothèse est la suivante : « *la richesse de la diversité de l'offre des produits et services, incluant les moyens de financement, facilite la répartition des risques et de l'incertitude entre les acteurs du secteur financier et, en conséquence, facilite le financement et le développement des PME-ETI*²¹ » (Elhadji Issa et al., 2015). Les auteurs souhaitent savoir si les relations entre financeurs constituent des facteurs favorables au développement des PME, mais aussi à celui des financeurs. Ils posent donc la question : « *Ces derniers pourraient-ils gagner en performance en créant un écosystème, soit une plateforme ouverte fondée sur le regroupement, la collaboration et le partage entre les coopérateurs ?* » (Elhadji Issa et al., 2015).

Leur première observation est de constater que le développement des relations entre les acteurs du financement des PME-ETI élève le niveau de confiance, de réciprocité et de coopération ce qui améliore l'environnement dans lequel les PME-ETI peuvent se développer (Elhadji Issa et al., 2015). De plus, la coopération étant composée d'alliances de nature stratégique, elle favorise la création et la mobilisation de ressources supplémentaires (Elhadji Issa et al., 2015). Cependant, bien que les auteurs constatent la création d'un véritable écosystème autour des PME-ETI, les rapports de coopération entre les institutions financières semblent encore timides par rapport aux autres membres qui composent cet écosystème. Un focus est réalisé particulièrement sur les fonds d'investissement qui, eux, agissent de plus en plus par coopération : « *les fonds ont véritablement conscience de leur appartenance à un écosystème commun qu'ils construisent ensemble et qu'ils font évoluer* » (Elhadji Issa et al., 2015). Il ressort de l'étude que les financeurs sont de plus en plus motivés à « *adopter des stratégies de communication permettant de réduire le risque et l'incertitude* » (Elhadji Issa et al., 2015). Le principal défi identifié dans cette étude est la nécessité de « *construire des ponts entre les besoins en financement des PME-ETI et les offres de financement* » (Elhadji Issa et al., 2015).

2.4.4 Enseignements et attentes de collaboration entre financeurs alternatifs

La collaboration entre financeurs semble donc apporter de multiples avantages aux acteurs financiers, mais aussi aux entreprises bénéficiant de ces financements. Plusieurs types de collaboration ont été identifiés à travers la littérature scientifique et une évolution vers plus de collaboration semble émerger. Cela peut-il signifier que les financeurs convergent progressivement vers des pratiques

²¹ Entreprise de taille intermédiaire se situant entre les PME et les grandes entreprises (GE).

volontaristes de mise en commun de ressources (financières et extra-financières) afin d'obtenir une meilleure synergie entre ces acteurs qui peuvent pourtant être concurrents ?

En tout état de cause, il est certain, après avoir analysé la collaboration entre entreprises sociales et entre financeurs classiques, que nous avons plusieurs raisons d'être optimiste quant à l'état de la collaboration entre financeurs alternatifs. En effet, cette analyse théorique nous a permis d'observer qu'il existe une offre dédiée aux entreprises sociales en Région wallonne et que cette offre de financement semble fort diversifiée. Nous avons ensuite constaté que la collaboration est une valeur importante au sein de ce secteur et que les financeurs classiques pratiquent, eux-aussi, diverses formes de collaboration.

Après avoir effectué cette analyse théorique, nos objectifs initiaux restent inchangés : dans un premier temps, nous voulons découvrir en profondeur l'offre de financement des financeurs alternatifs actifs en Région wallonne, pour ensuite observer si ces acteurs financiers collaborent et si oui, comment.

3 Méthodologie

Afin de réaliser ce travail, nous avons été amené à choisir la méthode de travail la plus adaptée à notre contexte de recherche. Pour ce faire, nous avons réalisé une étude empirique inductive. L'étude empirique se définit comme étant une technique de recherche s'appuyant sur l'observation et l'expérience. Lors de cette étude, le chercheur recueille des informations appelées « données empiriques » (Claude, 2019). La démarche inductive, quant à elle, est une méthode de recherche qui utilise comme point de départ « des données brutes réelles et observables, pour aller vers l'explication de celle-ci » (Claude, 2019). Cette méthode s'oppose à la démarche déductive qui utilise une ou plusieurs hypothèses formulées par le chercheur comme point de départ afin d'aller vers l'infirmerie ou la confirmation de celles-ci.

Pour mener cette étude empirique inductive, nous étions face à deux choix possibles : l'étude qualitative et l'étude quantitative. Après réflexion, nous avons opté pour une étude qualitative car ce type d'étude est bien plus adapté à notre objectif de recherche de données. Effectivement, lors d'une étude qualitative, l'objectif est d'interroger un échantillon pertinent constitué par le chercheur qui pourra, par exemple, être composé d'experts dans un domaine donné. Cet échantillon permettra d'apporter des informations précises, profondes et de qualité sur un sujet délimité préalablement. Contrairement à l'étude quantitative qui met l'accent sur le nombre de données récoltées afin de pouvoir en tirer des tendances sous forme de tableaux statistiques et/ou de graphiques, l'étude qualitative peut se permettre d'avoir un échantillon réduit, étant donné la qualité des informations obtenues. De plus, selon Thomas (2006), la méthode de recherche qualitative est une méthode efficace lorsque le travail s'effectue dans une démarche inductive, particulièrement lorsque que cette démarche est exploratoire.

La démarche exploratoire est d'ailleurs celle que nous utilisons pour ce travail. Celle-ci, également appelée « enquête sur le terrain », permet de collecter des données à travers des entretiens, des enquêtes ou des observations (Claude, 2019). L'avantage de cette méthode pour le chercheur est de pouvoir se confronter directement au terrain, en posant des questions en relation avec le sujet de recherche directement à des experts. Afin de collecter des données au sein de cette démarche exploratoire, nous avons choisi de mener des entretiens semi-directifs appliqués à un échantillon composé d'experts du financement des entreprises sociales. Lincoln (1995) définit l'entretien semi-directif comme suit : *« il s'agit d'une technique de collecte de données qui contribue au développement de connaissances favorisant des approches qualitatives et interprétatives relevant en particulier des paradigmes constructivistes »*. Ce type d'entretien permet la récolte d'informations approfondies grâce à des questions ouvertes et des relances de l'intervieweur (le chercheur dans notre cas) durant l'entretien. Afin d'être le plus efficace possible durant l'interview, une préparation en amont est nécessaire et prend la forme d'un guide d'entretien. Ce guide ne constitue pas une liste fixe de questions à poser à l'expert, mais recense plutôt les thèmes importants à aborder, classés dans un ordre logique. Les avantages de ce type d'entretien sont indéniablement la flexibilité et l'effet d'apprentissage car nous avons la possibilité de faire évoluer le guide d'entretien au fur et à mesure des interviews, en fonction des éléments nouveaux apportés par les experts interviewés.

Au cours de notre recherche, trois sources principales d'information ont été identifiées : la littérature scientifique, le recueil documentaire et les informations obtenues lors des entretiens. Ces trois sources ont été utilisées afin de collecter l'entièreté des données que nous avons pu analyser par la suite. Saunders et ses co-auteurs affirment d'ailleurs dans leur ouvrage *« Research methods for business students »* (2019) que l'utilisation de diverses sources d'information permet de découvrir de nouveaux aspects liés à la question de recherche. L'utilisation des différentes méthodes de recherche couplée à la diversité des sources d'information a été réalisée de manière séquentielle et chronologique comme décrit ci-dessous.

3.1 Découverte théorique du sujet

Selon Thomas (2006), la première phase d'une démarche inductive est la récolte de données brutes. Afin de récolter ces premières données, nous nous sommes donc tourné vers la recherche de littérature scientifique sur le sujet du financement des entreprises sociales. Au cours de ces premières recherches, nous avons constaté que le sujet auquel nous nous intéressons était extrêmement vaste et soumis à diverses interprétations. Nous avons réussi à identifier différents acteurs, comme les entreprises d'économie sociale, les entreprises à impact, les impact investors ou encore les acteurs de la finance solidaire. Cette recherche nous a permis de nous familiariser avec ce secteur et de connaître ces différents acteurs. Cependant, étant donné que ce secteur est relativement récent et surtout est en pleine évolution, nous avons vite constaté qu'aucune définition universelle n'existe pour délimiter ces différents concepts. Ces notions peuvent varier en fonction des valeurs, du contexte temporel, de l'expérience ou encore de la zone géographique. Concernant le sujet précis de la collaboration entre financeurs de l'économie sociale, très peu d'auteurs scientifiques s'y sont actuellement intéressés, ce qui a rendu notre recherche assez maigre. Après cette découverte théorique, il a donc été compliqué de tirer des enseignements nous permettant d'aborder les futurs entretiens avec suffisamment de maîtrise du sujet. En nous basant sur les connaissances théoriques acquises et en ayant la volonté de délimiter le travail à effectuer, nous avons décidé de constituer notre échantillon.

3.2 Constitution de l'échantillon

Grâce au travail initial de recherche de littérature scientifique, nous avons été en mesure de constituer un échantillon représentatif des financeurs alternatifs actifs en Région wallonne. L'échantillon a été constitué par l'auteur de ce travail de fin d'étude avec l'aide de S. Mertens, professeure à HEC-Ulège et promotrice de ce travail. A la vue de notre double problématique, *décrire l'offre de financement proposée aux entreprises sociales en Région wallonne et analyser la collaboration entre les financeurs de l'échantillon*, il nous est apparu important de constituer un échantillon d'environ une dizaine de financeurs pour deux raisons principales : (1) avoir suffisamment d'éléments de comparaison au niveau de leurs offres de financement, (2) constituer un mini-écosystème suffisamment grand pour pouvoir analyser les relations entre financeurs alternatifs. Nous avons donc pris la décision initiale d'inclure douze financeurs dans l'échantillon.

Les critères initiaux fixés pour l'échantillon étaient les suivants : (1) avoir une partie de son activité de financement en Région wallonne, (2) avoir comme activité principale le financement d'entreprises sociales. Nous pouvons constater que les critères tels que définis initialement étaient assez larges. En effet, ce n'est qu'en continuant notre recherche que nous avons pu délimiter le cadre de notre étude le plus précisément possible pour enfin arriver aux critères définissant les financeurs alternatifs²².

Etant donné l'évolution des critères de sélection, l'échantillon a été amené à évoluer, lui aussi. En effet, deux financeurs n'ont finalement pas été repris dans l'échantillon, et ce pour des raisons différentes. Un financeur ne correspondant plus aux critères de financeur alternatif et a été exclu de l'étude ; et malheureusement nous n'avons pas réussi à avoir de contact avec un autre financeur ce qui l'exclut de facto de notre échantillon. Dans le cadre de ce travail, notre échantillon est donc finalement composé de dix financeurs alternatifs tels que définis dans la section 2.3.3 *Notre définition de la notion de financeur alternatif*. Cependant, bien qu'ils partagent un socle commun représenté par notre définition de financeur alternatif, ils se différencient en fonction d'autres critères. En effet, étant donné que l'objectif était de décrire le panorama des offres de financement disponibles pour les entreprises sociales, nous avons constitué un échantillon que l'on pourrait qualifier d'hétérogène. Les financeurs diffèrent par leur forme juridique, les montants investis, leur expérience ou encore les types d'entreprises sociales ciblées. Cette diversité au sein de l'échantillon nous a permis de comparer ces

²² Le lecteur peut consulter ces critères dans la section ' 2.3.3 Définition de la notion de « financeur alternatif »' de ce travail.

différents types de financeur selon une multitude de critères et d'effectuer des analyses intéressantes disponibles dans la partie *Résultats* de ce travail de fin d'étude.

A titre indicatif, l'échantillon est composé des acteurs financiers suivants : *Change Fund, Citizenfund, Crédal, F'in Common, Lita.co, Phitrust, Scale up, SI² Fund, Triodos et W.Alter.*

3.3 Recueil documentaire et prise de connaissance de l'échantillon

Une fois l'échantillon constitué, nous nous sommes préparé en vue des entretiens fixés avec chacun. Pour ce faire, notre stratégie de recherche, jusque-là basée sur la littérature scientifique théorique, a complètement changé pour se concentrer sur les acteurs financiers de l'échantillon de manière pratique. Nos sources d'information pour ce recueil documentaire ont été composées des sites internet respectifs des financeurs, des articles de presse et autres rapports mentionnant des membres de l'échantillon et des rapports d'impact et d'activité de chaque financeur. Les informations récoltées lors de cette recherche étaient plus tangibles et pratiques, ce qui nous a permis d'aborder les entretiens en possédant une certaine maîtrise du sujet global tout en ayant une connaissance relativement poussée de chaque financeur et de leurs activités respectives.

3.4 Entretiens semi-directifs avec les membres de l'échantillon

Nous avons réalisé des entretiens semi-directifs afin de récolter un maximum d'informations de qualité. Les avantages de ce type d'entretien sont nombreux : la forme semi-directive permet d'avoir des échanges directs et profonds avec les experts interviewés, de bénéficier d'une certaine liberté dans les échanges et d'obtenir une connaissance en profondeur de la problématique, tout en gardant la possibilité de modifier les thèmes abordés lors de ces entretiens. En effet, les entretiens ont légèrement évolué en cours de route en fonction des aspects novateurs et pertinents soulevés par certains membres de l'échantillon.

Bien que ces entretiens ne nécessitent pas une liste de questions fixes et prédéfinies, un travail de préparation est tout de même nécessaire. Nous avons donc élaboré un guide d'entretien regroupant les différents thèmes à aborder. Cependant, étant donné la diversité des acteurs financiers de l'échantillon, celui-ci ne pouvait pas être entièrement commun car certaines questions n'étaient tout simplement pas pertinentes pour certains financeurs. C'est pourquoi nous avons adapté ce guide d'entretien en fonction de chaque financeur, et ce, avant chaque entretien. A titre d'information, le guide d'entretien à base fixe est consultable en annexe 4.

Les thèmes abordés lors des entretiens sont construits autour de 2 axes principaux. Dans un premier temps, le sujet est centré sur les spécificités de l'offre de financement du financeur. Ces spécificités sont les suivantes : les outils financiers utilisés et leurs caractéristiques, les critères d'investissements (financiers et extra-financiers), le nombre de projets financés, les montants investis, les stades de développement, tailles et types de projets financés, les secteurs d'activité ciblés ou encore le mode de rémunération de chaque financeur. Ensuite, les questions abordent le sujet de la collaboration. Tout d'abord, les experts sont amenés à catégoriser les autres membres de l'échantillon en fonction de l'intensité, de la régularité et de la nature de leur collaboration. Enfin, plusieurs autres questions sur le sujet de la collaboration leur sont posées. Ces thèmes sont aussi consultables en annexe 4.

Chaque entretien s'est déroulé de manière individuelle via communication digitale, en utilisant divers supports (Zoom, Microsoft Teams, etc.). La durée théorique préétablie des entretiens était d'environ une heure et les entretiens ont varié entre 45 minutes et 1 heure 20 minutes. Nous avons enregistré chaque entretien afin de pouvoir les retranscrire²³ de manière exhaustive.

²³ Les retranscriptions des entretiens sont intégrées en tant qu'annexes confidentielles de ce mémoire.

3.5 Analyse des données collectées

La collecte de données étant terminée, nous devons à présent extraire l'information obtenue à travers les trois sources utilisées : la littérature scientifique, le recueil documentaire et les informations obtenues lors des entretiens. L'objectif de cette étape est de mettre en évidence les éléments importants et pertinents soulevés par les membres de l'échantillon. Le travail d'analyse en résultant consiste à faire le lien entre les propos rapportés lors des entretiens et la littérature scientifique relative à notre question de recherche. Etant donné que la particularité de ce travail est de porter sur deux problématiques, deux analyses de données seront effectuées.

La première concernera l'offre de financement des financeurs alternatifs et la deuxième concernera leur collaboration. L'objectif de la première analyse est de présenter un panorama de l'offre des membres de l'échantillon segmentée en fonction de plusieurs critères afin de pouvoir comparer chaque offre individuellement et de mettre en évidence certaines tendances.

Pour ce faire, nous constituons des fiches techniques pour chaque financeur. Ces fiches regroupent les caractéristiques jugées importantes de leurs offres de financement et nous permettent de catégoriser les financeurs selon des critères différenciants tels que les outils financiers utilisés, les critères d'investissement ou encore les montants investis. Ces fiches nous servent de base de comparaison afin de mettre en évidence certains constats que nous pouvons tirer sur l'offre de financement proposée aux entreprises sociales en Région wallonne. Un modèle vierge de fiche technique est disponible en annexe 5, nous encourageons le lecteur à en prendre connaissance afin d'être préparé à la présentation des résultats.

La deuxième analyse a comme objectif d'effectuer un constat de l'état de la collaboration entre ces financeurs afin d'identifier les points de tension pour enfin formuler des pistes d'amélioration.

4 Premiers résultats : Description de l'offre de financement des financeurs alternatifs

Dans cette section, nous présenterons les données récoltées dans le cadre du recueil documentaire effectué pour chaque financeur alternatif ainsi que les informations obtenues lors des différents entretiens. La présentation de ces premiers résultats pourra apporter des éléments à notre première problématique : « *décrire l'offre de financement proposée aux entreprises sociales en Région wallonne* ». En effet, l'objectif de cette section est de mieux appréhender les caractéristiques des activités de financement de chaque membre de l'échantillon et d'être ainsi en mesure de les comparer afin d'établir un panorama représentatif de la diversité de l'offre de financement proposée aux entreprises sociales en Région wallonne.

Nous commencerons par présenter individuellement les financeurs alternatifs que nous avons rencontrés. Cette présentation sera directement suivie d'une fiche technique²⁴ individuelle reprenant les caractéristiques importantes de l'offre de financement proposée par l'acteur financier en question. Ces fiches techniques standardisées auront comme objectif de catégoriser l'offre des financeurs selon des critères différenciants élaborés en fonction des informations pertinentes retenues tant dans notre recueil documentaire que dans notre recherche de littérature scientifique. Notons que la présentation des financeurs s'effectuera dans l'ordre chronologique selon lequel les entretiens ont eu lieu.

Ensuite, nous entrerons dans la partie « Discussion » des données obtenues. Au sein de cette section, nous synthétiserons les informations récoltées dans un tableau comparatif reprenant les dix fiches techniques élaborées pour chaque financeur. Ce tableau aura pour objectif de confronter les financeurs alternatifs selon des critères préalablement définis au sein des fiches techniques. Grâce à ce tableau comparatif, nous pourrons mettre en évidence certaines observations afin de tirer des constats sur l'offre de financement proposée aux entreprises sociales en Région wallonne.

²⁴ Le modèle vierge de fiche technique est disponible dans l'annexe 5.

4.1 Présentation des membres de l'échantillon

4.1.1 F'in Common

F'in Common est une coopérative de financement de l'économie sociale fondée en 2018 par 31 entreprises de l'économie sociale et gérée par Financité²⁵. La coopérative compte, en avril 2022, plus de 470 coopérateurs. La création de F'in Common part d'une étude révélant que beaucoup d'entreprises sociales manquaient de financement sous la forme de prêts subordonnés. La dette subordonnée est un produit financier généralement assorti d'un taux plus élevé et de modalités de remboursement moins favorables pour l'emprunteur, mais elle a la particularité d'être une créance de dernier rang²⁶. Elle présente donc un risque plus élevé qu'un prêt classique pour le prêteur. Les premiers crédits octroyés par F'in Common étaient des crédits subordonnés. Cependant, il s'est avéré par la suite que d'autres types de crédit sont plus plébiscités. F'in Common est donc un organisme de crédit et n'investit pas en participation au capital des projets qu'elle finance.

Le fonctionnement de F'in Common se veut simple et efficace. La coopérative lève du capital grâce à ses coopérateurs et, ensuite, elle octroie des crédits aux entreprises d'économie sociale. F'in Common possède divers mécanismes de garantie. Premièrement, la coopérative prend régulièrement des garanties collatérales lorsqu'elle octroie un crédit. Par exemple, cette garantie peut prendre la forme d'une garantie hypothécaire pour un projet où le crédit octroyé porte sur l'achat d'un bien immobilier. Dans le cas où cette garantie collatérale n'est pas suffisante ou qu'aucune garantie n'a été prise, F'in Common peut faire appel à sa réserve de garantie. En effet, une partie du chiffre d'affaires est affectée à une réserve de garantie commune. En cas d'impayés, cette réserve peut être activée. Enfin, la Fondation pour les Générations Futures²⁷ porte une ligne de garantie de 150.000 euros qui peut être activée en second rang, uniquement si la réserve commune s'avère insuffisante.

A la fin de l'année 2021, 6 crédits ont été octroyés par F'in Common à 6 entreprises d'économie sociale différentes. F'in Common finance des projets entre 50.000 euros et 250.000 euros, le but étant de ne pas déséquilibrer son portefeuille de crédit. Effectivement, même si aucun plafond n'est fixé par la coopérative en termes de montant de financement, elle n'a cependant pas la volonté d'injecter une somme trop importante au sein d'un seul projet car le portefeuille entier de F'in Common dépendrait trop d'un seul « gros » projet, ce qui aurait comme effet d'augmenter le risque auquel F'in Common s'exposerait. Nous pouvons donc considérer que l'offre de F'in Common se situe entre les microcrédits (en dessous des 50.000 euros) et les gros investissements (au-dessus d'1 million d'euros).

La particularité de F'in Common est le principe de "crédit miroir" : la coopérative finance uniquement des projets ayant préalablement trouvé un financement chez un autre partenaire financier. Ensuite, F'in Common propose un financement du même montant et sous les mêmes conditions. Cela signifie que la raison d'être de F'in Common est de fonctionner en co-financement. Cependant, la coopérative n'est donc pas maître des conditions de financement qu'elle propose, étant donné qu'elle s'aligne sur la proposition de son partenaire financier. Les taux d'intérêts et autres modalités de financement ne sont donc pas laissés à la seule discrétion de F'in Common lors de l'octroi de crédits.

F'in Common possède des critères de financement stricts. Les projets financés doivent posséder le label *Finance solidaire* et être coopérateurs de F'in Common. F'in Common met un point d'honneur à ne financer que les projets respectant les principes de l'économie sociale ; par conséquent la

²⁵ Financité est un mouvement pluraliste qui contribue à une société plus juste à travers la finance solidaire à travers différents axes de travail (éducation permanente, recherche, services et mouvement citoyen).

²⁶ Cela signifie qu'en cas de faillite de l'emprunteur, l'émetteur du prêt subordonné ne se fera rembourser qu'après le désintéressement des créanciers privilégiés et des créanciers ordinaires. Le degré de priorité de remboursement de la dette subordonnée est donc particulièrement faible.

²⁷ Fondée en 1998, la Fondation pour les Générations Futures est une fondation belge dédiée exclusivement à la transition de la société vers un mode de développement soutenable. Fondation d'utilité publique, elle est indépendante et active dans les trois régions du pays. Plateforme de philanthropie transformatrice, elle permet à ses partenaires, mécènes et donateurs d'investir dans les générations futures.

coopérative ne finance aucune entreprise à impact et se concentre sur les coopératives, les associations, les ETA ou encore les fondations.

Les projets financés sont majoritairement des entreprises ayant un minimum d'expérience, même si F'in Common ne rechigne pas à financer des start-ups pour autant que les critères le permettent et que le projet semble intéressant. Cependant, elle ne cible pas les seeds.

F'in Common se rémunère grâce à ses revenus d'intérêts qui constituent le chiffre d'affaires. De plus, Financité a reçu des subsides de la Commission européenne pour démarrer les activités de F'in Common et ensuite pour en assurer sa gestion.

4.1.1.1 Fiche technique de F'in Common

Dénomination	F'in Common
Forme Juridique	SCRL (470 coopérateurs)
Date de Création	2018
Type de financeur	Fonds privé, coopérative de financement, organisme de crédit
Taille du Portefeuille	250.000€ (exposition crédit)

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Dettes (dettes ordinaires, dettes subordonnées, prêt hypothécaire)
Caractéristiques	Uniquement en co-financement ⇒ Taux d'intérêt et montant de l'intervention en fonction du partenaire financier
Proportion	100% Dettes
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : Devenir coopérateur (min 500€), obtenir un prêt via partenaire financier, analyse financière (en externe), « viabilité » financière demandée (seuil de frais à couvrir) <u>Critères extra-financiers</u> : analyse impact sociétal (Label finance solidaire, en interne)
Gestion du risque	<u>Mécanismes de garantie</u> : garanties collatérales, réserve de garantie commune, ligne de garantie FGF (150k€)
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : 7 projets financés (au 01/05/22) <u>En 2021</u> : 2 projets financés
Montants investis	<u>Montant moyen (par année)</u> : environ 150k€ <u>Montant total depuis création</u> : 590k€ <u>Fourchette</u> : Entre 50k€ et 250k€
Stade	Start-up, Scale-up
Taille	TPE, PME
Type	Uniquement entreprises d'économie sociale ⇒ ASBL, Coopératives, ETA (potentiellement ONG et Fondations)
Secteurs d'activité	Action sociale, Respect des droits de l'Homme, Culture, Education, Coopération
Accompagnement & services extra-financiers	Pas d'accompagnement ou autre service supplémentaire *activités d'accompagnement via Financité

Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> Taux d'intérêts Subsides (commission européenne) (versés à Financité qui opère la gestion opérationnelle)
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> Apport des coopérateurs

Figure 4 : Fiche technique de F'in Common

4.1.2 Crédal

Crédal est une coopérative fondée en 1984 dont l'objectif est de créer une société plus juste, plus solidaire et plus durable où l'argent est mis au service du bien commun. Cette coopérative appartient au groupe Crédal, qui est composé de plusieurs entités regroupant diverses activités, dont l'accompagnement aux entreprises, le financement d'entreprises et de particuliers via divers types de crédits et, plus récemment, du capital et des prêts subordonnés convertibles destinés aux entrepreneurs sociaux via le fonds Change²⁸.

L'activité principale de la coopérative est d'être un organisme de crédit dont l'outil financier est la dette, et ce, sous différentes formes et pour différentes cibles. De plus, Crédal se positionne sur le marché de l'activité de placement. En effet, c'est grâce à l'argent placé par ses 3.700 coopérateurs que Crédal peut proposer des crédits aux entreprises d'économie sociale, aux entrepreneurs sociaux ainsi qu'aux particuliers. Les fonds sont apportés par les coopérateurs (et par des prêteurs, mais cela reste marginal). La quasi-totalité des fonds disponibles sont investis dans des projets ; Crédal a d'ailleurs l'engagement, vis-à-vis de ses coopérateurs, de toujours investir un minimum de 80 % de ses moyens, ce qui la différencie d'une institution financière classique.

Crédal est une institution de crédit (et non pas une banque, comme souvent cité à tort) sous forme de société coopérative où le principe de gouvernance démocratique "1 personne = 1 voix" est de mise. La coopérative ne propose pas de dépôt ou de compte d'épargne à ses coopérateurs, ce qui est un autre critère important la différenciant d'une banque.

Crédal propose une offre de financement fort diversifiée. Le financement examiné dans ce travail est l'offre composée des crédits solidaires proposée aux entreprises d'économie sociale, et des crédits "Impact +" destinés aux entrepreneurs sociaux (c'est-à-dire aux entreprises à impact). Ces deux types de crédit constituent environ 80 % du portefeuille de Crédal, le reste étant constitué de microcrédits (professionnels et personnels) destinés à une cible totalement différente. Ces crédits ont des caractéristiques bien différentes, non seulement au niveau du montant minimum et maximum, de la détermination du taux d'intérêt mais encore de l'horizon de remboursement. La gamme de crédits proposée reste simple mais diversifiée : Crédal propose des crédits d'investissements, de trésorerie, de fonds de roulement ou encore des straight loans²⁹. L'objectif poursuivi par Crédal n'est pas de constituer une gamme de crédits standardisés, mais bien de s'adapter aux besoins de financement des entreprises sociales. Grâce à ses nombreuses années d'expérience, Crédal est devenu un expert de ce secteur et s'efforce d'adopter une approche adaptée aux entreprises sociales, tout en proposant des crédits qui restent assez classiques.

Afin de gérer le risque auquel la coopérative s'expose lorsqu'elle octroie des crédits, Crédal dispose de plusieurs mécanismes de garantie. Crédal peut couvrir son risque en exigeant une garantie de la part de l'entreprise en demande de financement, ou alors faire appel à des garanties externes. Par exemple, Crédal bénéficie d'une garantie du Fonds Européen d'Investissement pour ses crédits à destination des entreprises sociales. Lorsque cette garantie est applicable, cela permet d'ailleurs à Crédal de légèrement baisser ses taux d'intérêts.

Les critères d'investissement définis par Crédal varient en fonction du type de crédit. Effectivement, une association et une start-up à impact peuvent toutes les deux se financer auprès de Crédal, mais elles auront accès à des offres de financement différentes. De manière générale, nous pouvons souligner que la création d'impact social est une condition sine qua non pour avoir accès à l'offre de financement de Crédal.

²⁸ Le fonds Change représente un autre acteur financier qui fait aussi partie de l'échantillon. Bien que la coopérative Crédal et le fonds Change fassent tous les deux partie du groupe Crédal, ils sont à dissocier en tant que financeurs alternatifs.

²⁹ Le straight loan est la traduction du type de dette « Avance à terme fixe » que nous avons mentionné dans l'analyse théorique de ce travail.

Au niveau des chiffres, Crédal est un acteur incontournable du financement des entreprises sociales en régions wallonne et bruxelloise. Si nous ne prenons en compte que l'offre destinée aux entreprises sociales, Crédal finance pratiquement 200 entreprises chaque année, avec un montant de financement moyen par entreprise qui se situe aux alentours des 100.000 euros. De plus, le portefeuille de Crédal au 31/12/21 s'élevait à 52,6 millions d'euros dont environ 80 % sont destinés aux entreprises sociales.

La coopérative propose aussi un service d'accompagnement/de conseil gratuit dans le cadre de l'inscription d'un dossier de crédit qui peut prendre la forme, par exemple, d'un plan de trésorerie ou de gestion de subsides. Crédal propose également des services payants (de conseil et accompagnement) plus approfondis via son entité d'agence conseil.

Crédal se rémunère grâce aux taux d'intérêts des crédits octroyés, aux frais de dossier et aux revenus de consultance pour un peu plus de 50 % de son revenu total. L'autre composante, pour 48 %, est constituée des subventions publiques. L'infime part restante est composée de subsides privés, venant de partenariats avec des fondations.

4.1.2.1 Fiche technique de Crédal

Dénomination	Crédal
Forme Juridique	SCRL-FS (3700 coopérateurs)
Date de Création	1984
Type de financeur	Coopérative de finance solidaire, organisme de crédit
Taille du Portefeuille	52,6 millions €

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Dettes (crédits d'investissement, crédits de trésorerie, crédit fonds de roulement, straight loans, etc.)
Caractéristiques	<u>Crédits solidaires</u> : taux indépendants du marché (fixés en fonction du type de crédit, durée, risque), 2,5k€ → 1M€, moins risqué, garantie (Fonds européen d'investissement) <u>Crédit Impact +</u> : pour entreprises à impact, taux lié au marché, plus risqué, max 200k€
Proportion	<u>100 % Dette</u> : 80 % dédiés aux entreprises sociales (41M€) & 20 % en microfinance (11M€)
Critères d'investissement	<u>Les critères varient en fonction du crédit</u> : <u>Crédits solidaires</u> : pour les entreprises d'économie sociale, projets (citoyens, culturels, etc.) selon la pertinence du projet, capacité de remboursement, plan financier. <u>Crédit Impact +</u> : Impact social, démontrer viabilité et rentabilité, tous statuts, pour entrepreneurs sociaux
Gestion du risque	<u>Mécanisme de garantie</u> : Garanties collatérales (fonds de commerce, hypothécaire, etc.) + Garanties externes (ex : Fonds européen d'investissement pour les crédits solidaires)
Nombre de projets	<u>Au 31/12/21</u> : 150-200 projets/an → Crédits solidaires & Crédits Impact+ Crédits solidaires : 350 crédits en cours, environ 320 entreprises en portefeuille Crédit Impact + : 145 crédits en cours, environ 140 entreprises en portefeuille
Montants investis	<u>Montants moyens en 2021</u> : Crédits solidaires : 176k€/projet ; 150 crédits/an Crédits Impact + : 53k€/projet ; 60 crédits/an ⇒ Au total (ES + Impact+) : 100k€/projet ; environ 200 crédits/an
Stade	Seed, Start-up, Scale-up
Taille	TPE, PME
Type	Entreprises d'économie sociale + Entreprises à impact ⇒ Coopératives, ASBL, ETA, sociétés classiques, etc.
Secteurs d'activité	Tout secteur
Accompagnement & services extra-financiers	Services d'accompagnement gratuits dans le cadre de l'instruction d'un dossier de crédit : suivi et aide appropriée. (Objectif d'être un partenaire long terme) Services payants : renvoi vers agence conseil (plan financier, conseils en gestion, refaire les statuts, etc.)

Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> • Taux d'intérêts + Frais de dossiers (environ 50 %) • Subventions publiques (48 %) • Revenus de consultance • Subventions privées (partenariats avec Fondations)
Sources de financement	Apport en fonds propres des coopérateurs <ul style="list-style-type: none"> • Parts des coopérateurs (82 %) • Prêts subordonnés (18 %) (min 100k€)

Figure 5 : Fiche technique de Crédal

4.1.3 W.Alter

W.Alter est un outil public prenant la forme de société anonyme d'intérêt public créée en 1995. Filiale de la SRIW, elle est destinée à financer les entreprises d'économie sociale en Région wallonne, avec une attention particulière portée sur les sociétés coopératives qui constituent l'extrême majorité de ses financements et investissements. W.Alter est financée environ à parts égales entre les fonds propres de la SRIW et les subsides de la Région wallonne. L'objectif de W.Alter est de proposer des solutions de financement qui s'adaptent au mieux aux besoins des entreprises d'économie sociale et de se positionner en tant que partenaire sur le long terme des entreprises qu'elle soutient financièrement.

W.Alter possède deux types d'outils financiers : la dette et les prises de participation en capital. Son mécanisme d'intervention le plus fréquent est un mix "Prêt + Capital" et nous constatons que la dette est l'outil financier le plus utilisé par W.Alter. En effet, en 2020, il représente plus de 60 % de ses financements. Afin de financer les coopératives wallonnes, W.Alter utilise deux sources de financement principales : ses fonds propres et les moyens des missions déléguées via la Région wallonne. Ces mécanismes de missions déléguées permettent à W.Alter d'utiliser directement l'argent appartenant à la Région wallonne sans que cela ne change quoi que ce soit pour le projet financé. La mission déléguée la plus utilisée par W.Alter se nomme le « dispositif Brasero³⁰ ». Il s'agit d'un mécanisme de financement (destiné aux sociétés coopératives) sous forme de prise de participation en capital permettant de doubler l'apport des coopérateurs.

Les montants investis se situent entre 25.000 euros et 500.000 euros par intervention, même si W.Alter ne possède plus de plafond fixe à ce jour. A titre indicatif, W.Alter a financé 35 projets sur l'année 2020 pour un montant de 7,6 millions d'euros. W.Alter, en tant qu'outil public est soumis au régime d'aides d'État et ne peut donc pas octroyer d'aides trop importantes aux entreprises qu'elle finance. Les taux d'intérêts pratiqués sur les prêts sont donc assez similaires à ceux des acteurs financiers privés actifs dans le même secteur. Un système de détermination du taux d'intérêt de base en fonction du marché est mis en place, auquel est ajoutée une marge en fonction des caractéristiques du dossier.

Quand W.Alter finance un projet, elle prend des garanties lorsque le dossier d'investissement le permet (ex : hypothèque, fonds de commerce) mais n'en fait pas une obligation. Cependant, lorsque W.Alter co-finance avec des partenaires financiers, elle fonctionne souvent avec une clause "pari passu", c'est-à-dire une parité de rang sur les garanties.

Au niveau des prises de participation, W.Alter a comme « stratégie d'exit » de sortir progressivement entre la 5^{ème} et la 10^{ème} année à raison de 20 % du montant investi par an. Cependant, la réalité est différente, surtout depuis qu'une sortie d'actionnaire (dans ce cas : de coopérateur) doit répondre au double test de liquidité et de solvabilité³¹. L'objectif de W.Alter étant d'accompagner l'entreprise et non pas de la pénaliser, déterminer la manière et le moment de sortir du capital reste un défi.

La politique d'investissement mise en place chez W.Alter est claire : elle ne réalise aucune plus-value³² sur leurs investissements car W.Alter met un point d'honneur à suivre un des principes primordiaux de l'économie sociale qu'est la primauté du travail sur le capital, ce qui différencie W.Alter d'autres fonds privés. Si aucun objectif de rendement n'est donc fixé, cela ne signifie pas pour autant que W.Alter ne tient pas compte de critères financiers en fonction desquels la décision d'investissement est prise. En effet, W.Alter finance les projets en situation pérenne sur le long terme et analyse la viabilité financière de l'entreprise via des bilans prévisionnels par exemple. Concernant les critères extra financiers,

³⁰ Si la coopérative rentre dans les critères d'éligibilité de financement, W.Alter participera à hauteur de 1€ pour chaque 1€ apporté par les coopérateurs.

³¹ Depuis le 23 mars 2019, le Code des sociétés et des associations (CSA) a introduit un double test lorsqu'une société à responsabilité limitée (SRL) ou une société coopérative (SC) décide de procéder à une distribution: le test d'actif net (art. 5:142 et 6:115, §1 CSA) et le test de liquidité (art. 5:143 et 6:116, §1 CSA).

³² La plus-value est l'avantage financier qu'un investisseur peut obtenir lorsqu'il revend sa participation en capital. Cette plus-value est calculée selon la différence entre le prix de cession (à l'instant de la revente) et le prix initial de l'investissement (au moment de l'investissement).

W.Alter ne finance que les projets qui démontrent leur appartenance à l'économie sociale, la pertinence de l'adoption du modèle coopératif et l'intégration des parties prenantes.

En voulant se constituer en tant que partenaire long terme des entreprises qu'elle finance, W.Alter apporte différents conseils et soutiens à ses projets. Cependant, il ne s'agit pas d'une agence conseil proposant des services standardisés. W.Alter propose plutôt de l'aide personnalisée dépendant du projet. Par exemple, elle peut challenger le business plan du projet, améliorer certaines caractéristiques techniques ou encore être présente au conseil d'administration, afin de s'impliquer dans l'entreprise sociale financée.

W.Alter se rémunère grâce aux taux d'intérêts perçus et aux subventions de la Région wallonne. En tant qu'outil public destiné à soutenir un modèle entrepreneurial coopératif qui génère peu de revenus financiers, l'objectif poursuivi par W.Alter n'est pas de dégager un bénéfice.

4.1.3.1 Fiche technique de W.Alter

Dénomination	W.Alter
Forme Juridique	Société Anonyme d'Intérêt Public, filiale de la SRIW
Date de Création	1995
Type de financeur	Financeur public, investisseur institutionnel
Taille du Portefeuille	22,5M€

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Dettes (ordinaire, convertible, subordonnée, etc.) & Capital
Caractéristiques	<u>Dettes</u> : Taux d'intérêt en fonction du marché (grille d'analyse, évaluation du risque) → taux de base + marge <u>Capital</u> : Missions déléguées RW → à concurrence d'un montant maximum égal à l'apport des actionnaires privés (coopérateurs), jamais actionnaire majoritaire, sortie après 5-10 ans, pas d'objectif de rendement <u>Mix (Capital + Dettes)</u> : Mécanisme souvent utilisé
Proportion	En 2020 : 63 % de dette / 37 % d'intervention en Capital
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : Analyse financière (existante et prévisionnelle), pas d'objectif de rendement, exigence de pérennité <u>Critères extra-financiers</u> : Appartenance à l'ES (statuts, analyse de l'activité, modèle coopératif)
Gestion du risque	<u>Capital</u> : « Full risk » <u>Dettes</u> : Garantie hypothécaire, garantie sur fonds de commerce (mécanisme de pari passu en cas de co-financement)
Nombre de projets	Depuis création : 318 projets financés En 2020 : 35 projets financés
Montants investis	Montant en 2020 : 7,6M€ Montant total depuis création : 81M€ (275k€/mois) <u>Fourchette</u> : Plus de plafond. Historiquement, entre 25k€ et 250k€ (500k€ pour immobilier)
Stade	(Seed), Start-up, Scale-up
Taille	TPE, PME
Type	Uniquement entreprises d'économie sociale ⇒ Coopératives (immense majorité) et ASBL
Secteurs d'activité	Varié, focus sur Agroalimentaire, Energie/Environnement et Immobilier
Accompagnement & services extra-financiers	Positionnement en tant que partenaire long terme des projets ⇒ Challenger sur le plan financier, mise en réseau, partage d'expérience, actionnariat actif
Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> • Taux d'intérêts • Subventions RW
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> • Fonds propres (via SRIW) • Région wallonne (via Missions Déléguées)

Figure 6 : Fiche technique de W.Alter

4.1.4 Citizenfund

CitizenFund est un fonds d'investissement à impact, citoyen et participatif qui a pris la forme d'une coopérative créée en 2017. Ce fonds coopératif est issu de conversations regroupant des entrepreneurs sociaux qui exprimaient leurs difficultés à trouver du financement car les investisseurs "classiques" avaient des exigences en termes de rendement ne correspondant pas à la vision des porteurs de projets. L'objectif initial de Citizenfund était d'être une "coopérative de coopératives" et d'investir dans divers projets sociaux avec des exigences de rendement plus faible et à plus long terme, afin de servir de "benchmark" pour que d'autres investisseurs (privés ou publics) puissent investir plus facilement, sachant qu'un premier investisseur patient avait déjà investi. Les citoyens font partie intégrante du modèle de Citizenfund ; ceci n'est d'ailleurs pas surprenant étant donné que sa traduction littérale est « fonds citoyen ». La volonté de Citizenfund est de rendre les "citoyens coopérateurs" véritablement parties prenantes des projets financés par le fonds. D'ailleurs, les coopérateurs ont directement leur mot à dire pour chaque décision d'investissement du fonds, ce qui est une particularité importante de Citizenfund. En effet, le fonds utilise un système de triple vérification³³ permettant le vote des coopérateurs.

Le Citizenfund possède 2 outils financiers à sa disposition : la dette et la participation en capital. La prise de participation est largement privilégiée (90 % des financements réalisés à ce jour). Cependant, il existe une volonté de rééquilibrer le portefeuille dans les années à venir, afin de réduire le risque lié aux prises de participation et de dégager plus de revenus. A ce jour, Citizenfund n'utilise pas de mix « dette + capital » en tant que mode d'intervention. Le fonds investit majoritairement en co-financement, non-seulement par volonté de collaborer avec des partenaires financiers, mais aussi parce que les montants investis par le fonds sont faibles par rapport à la moyenne des acteurs financiers actifs dans le même secteur. En effet, les montants investis par projet se situent entre 10.000 euros et 25.000 euros. Cette taille réduite empêche d'ailleurs Citizenfund d'imposer ses conditions lorsqu'il fonctionne en co-financement car il arrive régulièrement qu'il doive s'aligner sur ses partenaires financiers qui investissent des montants plus importants. Effectivement, ne pas disposer de montants importants empêche le fonds d'avoir un poids important lors des négociations entre financeurs. Ce mécanisme amène la coopérative à proposer des taux d'intérêts proches de ceux du marché.

Citizenfund souhaite que les projets dans lesquels il investit soient autoportants et pérennes. La volonté du fonds est d'atteindre un équilibre entre des projets rentables pour lesquels il pourrait dégager un profit, et des projets qui ne le seront pas, c'est-à-dire où la plus-value sera inexistante. En 5 ans depuis sa création, le Citizenfund a financé 19 projets pour un total d'environ 200.000 euros.

Citizenfund n'impose pas de restrictions sur les formes juridiques des entreprises qu'il finance (au contraire de W.Alter ou F'in Common, par exemple). Cette coopérative finance des entreprises d'économie sociale ainsi que des entreprises à impact. Notons que Citizenfund n'a pas encore financé d'ASBL, mais affirme pourtant sa volonté d'en financer à l'avenir. Néanmoins, la volonté du fonds reste d'investir principalement dans des sociétés coopératives.

Le fonds se spécialise dans les projets en phase de constitution ou de croissance, c'est-à-dire les seeds et les start-ups. Cette spécialisation est liée au mécanisme de financement de Citizenfund qui propose du capital d'amorçage ou « seed capital³⁴ » pour les entreprises.

Citizenfund se positionne aussi comme un réel partenaire des projets financiers en les aidant via la communication, l'organisation d'événements, etc. Un des objectifs du fonds est de créer un réseau de porteurs de projets solidaires et de faire naître une communauté autour des projets financés.

³³ 3 étapes pour chaque décision d'investissement : comité de sélection, vote des coopérateurs, suivi du projet par un coopérateur élu « observateur ».

³⁴ Le terme « seed capital » fait référence au type de financement utilisé durant la phase de formation d'une entreprise. Ce financement est souvent fourni par des investisseurs privés, généralement en contrepartie d'une participation au capital de l'entreprise (Kopp, 2022).

Le fonds se rémunère via des frais de gestion et des frais de levée de fonds, auxquels s'ajoutent des intérêts (montants faibles) ainsi que des dividendes potentiels (pas encore de dividendes reçus à ce jour). Le modèle économique du Citizenfund n'est pas encore pérenne : une réflexion d'évolution est d'ailleurs en cours sur ce sujet.

4.1.4.1 Fiche technique de Citizenfund

Dénomination	Citizenfund
Forme Juridique	Société Coopérative
Date de Création	2017
Type de financeur	Fonds d'investissement coopératif (citoyen et participatif)
Taille du Portefeuille	Environ 185k€ (fin 2020)

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Dettes (ordinaire et convertible) & Capital
Caractéristiques	<u>Dettes</u> : majoritairement co-financement, taux d'intérêts et durées alignés sur autre partenaire financier à impact <u>Capital</u> : participations minoritaires, co-investissements, micro-investissements
Proportion	90 % Capital / 10 % Dette *Volonté d'équilibrer le portefeuille → augmentation de la dette à venir
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : projets autoportants (pérennité), vision « impact investor » <u>Critères extra-financiers</u> : modèle circulaire et/ou coopératif, création d'impact et social, analyse de la gouvernance et de l'équipe * Critères en constante évolution
Gestion du risque	Uniquement en capital, pas de garantie, « full risk »
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : 19 projets financés (depuis 2017) <u>2021</u> : 7 projets financés
Montants investis	<u>Moyenne</u> : 12k€ par investissement <u>Montant total depuis création</u> : Environ 185k€ (fin 2020) <u>Fourchette</u> : min 10k€, max 20-25k€ *Evolution constante
Stade	Seed, Start-up
Taille	TPE, PME
Type	Entreprises d'économie sociale + Entreprises à impact ⇒ Toute forme juridique
Secteur d'activité	Tout secteur
Accompagnement & services extra-financiers	Coaching, organisation d'événements, mise en réseau, communication et accompagnement

Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> • Frais de gestion (4 %) • Frais de levée de fonds • Taux d'intérêts (très peu de prêts) • Dividendes (inexistants pour le moment) ⇒ Modèle économique pas encore pérenne
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> • Parts des coopérateurs • % des revenus d'autres structures via apportage d'affaires • En fonds propres personnels

Figure 7 : Fiche technique de Citizenfund

4.1.5 Change

Le « Change fund » est un fonds d'investissement à impact faisant partie du groupe Crédal et prenant la forme d'une coopérative fondée en 2018. Change se définit lui-même comme un acteur de l'impact investing en mettant ses capitaux (apportés par ses investisseurs) à disposition des entrepreneurs sociaux. Change offre la possibilité aux investisseurs de mettre leurs capitaux au service de projets à impact social, tout en leur proposant un rendement financier raisonnable.

Jusqu'à présent, il s'agit du seul membre de notre échantillon à mettre particulièrement en avant le terme « innovation ». En effet selon Change, l'impact social est directement lié à l'innovation, car elle permet d'apporter une réponse aux défis sociétaux actuels. Change s'adresse donc particulièrement à des jeunes entreprises à impact générant un effet positif sur la société.

La coopérative a deux outils financiers à sa disposition : la prise de participation en capital et la dette convertible³⁵. Le prêt convertible est un outil fréquemment utilisé par Change, surtout pour les entreprises en stade de démarrage. En effet, si l'entreprise est dans un stade particulièrement précoce, il est bien souvent impossible de la valoriser³⁶ afin de définir le prix d'un investissement en capital. Le prêt convertible constitue donc une alternative évitant ce problème, tout en gardant l'option³⁷ de devenir actionnaire, si la conversion en actions est activée par Change. De plus, en cas de conversion, Change rémunère le risque pris grâce à une option de conversion lui permettant d'avoir un certain pourcentage de remise par rapport à la valorisation de l'entreprise retenue au moment de la conversion. Néanmoins, la prise de participation en capital reste l'outil financier le plus utilisé par le fonds. Change co-investit régulièrement avec d'autres partenaires financiers, prend toujours des participations minoritaires et a fixé un objectif de rendement d'environ 5 %. Lorsque Change investit dans un projet, le fonds demande automatiquement un siège au CA.

Les critères d'investissement de Change sont à la fois financiers et extra-financiers. L'entreprise doit prouver qu'elle génère un impact sociétal positif, que son modèle économique est viable financièrement, qu'il existe un potentiel de croissance et qu'une sortie est envisageable à un horizon d'environ six ans. Nous pouvons considérer que Change se situe dans la catégorie « impact first » de l'impact investing, car lors de la sélection des projets, le premier aspect évalué est l'impact sociétal généré. Il s'agit donc d'un critère d'exclusion immédiate si le projet ne démontre pas son impact.

Depuis 2018, Change a financé 11 projets pour environ 1,2 millions d'euros. Sur les 11 projets financés, 8 d'entre eux représentent des prises de participation en capital et 3 sont des prêts convertibles. Les financements sont situés entre 75.000 euros et 200.000 euros par projet.

Les projets ciblés par Change sont en phase de développement ou de croissance (seeds, start-ups et scale-ups) et sont principalement des entreprises à impact. Change ne finance pas d'associations, et bien que le fonds ait investi dans plusieurs coopératives, une réserve est toujours exprimée par rapport au modèle coopératif. Change étant un fonds d'investissement voulant lier impact social et rendement financier, investir au sein de coopératives ne semble pas idéal pour ce type d'investisseur pour des raisons que nous expliquerons plus tard dans ce travail.

³⁵ Chez Change, il s'agit précisément de « prêt subordonné convertible ». La dette convertible prend initialement la forme d'un prêt auquel est attaché un droit de conversion qui permet au prêteur de convertir le prêt en actions (donc en capital) de la société emprunteuse, selon des modalités fixées au préalable.

³⁶ La valorisation d'une entreprise consiste à évaluer sa valeur de marché. Il s'agit d'une science inexacte basée sur des éléments prévisionnels tels que des prévisions de croissance, de marché ou encore d'endettement.

³⁷ La conversion ou non en action du prêt convertible se fait toujours à l'option de Change

Change étant actionnaire et membre du CA pour les projets qu'il finance, le fonds en devient un partenaire important. Le fonds accompagne les projets dans l'accomplissement de leur mission sociétale et garantit un accès aux différents services du groupe Crédal et à son écosystème.

Change a bénéficié d'un subside européen pour le démarrage de son activité ainsi que d'un subside de la Région de Bruxelles-Capitale. L'autre source de financement est constituée des apports de ses coopérateurs-investisseurs, dont l'apport minimum se situe à 100.000 euros. A titre d'information, le capital de Change s'élève à 2,1 millions d'euros. Son modèle économique, quant à lui, est similaire à n'importe quel fonds d'investissement et dépend de la rentabilité de son portefeuille.

4.1.5.1 Fiche technique de Change

Dénomination	Change Fund
Forme Juridique	SCRL
Date de Création	2019
Type de financeur	Fonds d'investissement à impact
Taille du Portefeuille	1,2M€

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Dettes convertibles subordonnées & Capital
Caractéristiques	<u>Dettes</u> : Focus sur les seeds, taux d'intérêt du marché (entre 6 % et 7 %), échéance d'environ 8 ans. <u>Capital</u> : toujours en co-investissement, participations minoritaires, horizon de sortie entre 6 et 8 ans, objectif de rendement de 5 %
Proportion	73 % Capital (8 projets) / 27 % Dettes convertibles (3 projets)
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : Analyse financière classique <u>Critères extra-financiers</u> : Impact First (analyse prioritaire de l'impact)
Gestion du risque	« Full risk »
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : 11 projets <u>Moyenne annuelle</u> : 4 projets/an
Montants investis	<u>Montant moyen par année</u> : 300k€ <u>Montant total depuis création</u> : 1,2M€ <u>Fourchette</u> : min 75k€, max 200k€ (max 10 % de la valeur du fonds (2,1M€))
Stade	Seed, Start-up, Scale-up
Taille	TPE, PME
Type	Entreprises à impact (+ entreprises d'économie sociale) ⇒ SA, SRL et Coopératives
Secteurs d'activité	Inclusion (Logement, Santé, Education, Culture), Mobilité sociale, Transition énergétique, Alimentation durable, Economie circulaire, Innovation sociale.
Accompagnement & services extra-financiers	Partenaire des projets en tant qu'actionnaire actif (siège au CA, pacte d'actionnaire sur des matières réservées) Pas de mise en réseau ou autres conseils/accompagnement (*accès aux services du groupe Crédal)
Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> • Taux d'intérêts • Dividendes et plus-values d'exit • Subsidés (de démarrage d'activité)
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> • Apport des coopérateurs-investisseurs (min 100k€)

Figure 8 : Fiche technique de Change

4.1.6 SI² Fund

SI² Fund est un fonds européen d'investissement à impact créé en 2012, particulièrement actif au Benelux et au Royaume-Uni, prenant la forme juridique d'une société à responsabilité limitée. Le fonds SI² propose des prises de participation en capital destinées aux entreprises à impact qui proposent des solutions innovantes aux défis sociaux urgents. Ce fonds fait partie du « shaping impact group ». Il s'agit d'un groupe possédant diverses activités, la gestion de fonds en étant la plus importante. En effet, ce groupe possède trois fonds d'investissement³⁸ différents ayant chacun leurs propres caractéristiques et domaines d'action, mais partageant tous la volonté d'investir dans des projets à impact sociétal.

SI² Fund utilise principalement deux outils financiers : la prise de participation en capital et la dette convertible. L'activité principale reste clairement l'investissement en capital dont les montants varient entre 15.000 euros et 1,5 millions d'euros pour chaque entreprise financée. Ce fonds prend régulièrement des participations minoritaires se situant entre 10 % et 40 % du capital de l'entreprise financée, mais des participations majoritaires ne sont pas à exclure. Le SI² Fund fixe des objectifs de rendement à 15 %, ce qui place cet acteur financier bien au-dessus des autres membres de notre échantillon jusqu'à présent, en termes d'attente de rendement. Outre le capital, le fonds SI² propose aussi, aux entreprises dans lesquelles il a déjà investi, des prêts convertibles, si la situation le requiert. Il s'agit d'un outil financier perçu comme un moyen supplémentaire, mais ce n'est en aucun cas le corps de l'activité de ce fonds d'investissement.

Les critères d'investissement du SI² Fund ressemblent à s'y méprendre à ceux de Change Fund. Actif lui aussi dans l'impact investing, le SI² Fund investit dans des entreprises générant un impact sociétal élevé, innovantes, ayant un potentiel de croissance et ayant un modèle économique viable permettant une sortie à moyen terme (volonté de sortir après 5-7 ans). Le portefeuille du fonds s'élevait à 5,5 millions d'euros en fin d'année 2021 et les montants investis durant l'année 2021 s'élèvent à environ 700.000 euros. À titre d'information, SI² Fund est en « holding period³⁹ », ainsi le fonds n'investira plus au sein de nouvelles entreprises mais effectuera uniquement des sorties en capital, c'est-à-dire que SI² Fund vendra ses participations.

Les entreprises ciblées par le SI² Fund sont des entreprises à impact, ayant donc les formes juridiques d'entreprises classiques. En effet, les entreprises d'économie sociale ne semblent pas être adaptées aux investissements de ce fonds. Par exemple, le modèle de société coopérative représente un frein pour SI² Fund, car l'objectif du fonds est de participer aux décisions stratégiques des entreprises qu'il finance, ce qui est difficile au sein des coopératives étant donné l'inclusion du principe de gouvernance démocratique qui limite le pouvoir de vote. En effet, même si le SI² Fund investit régulièrement en co-investissement, il ne souhaite pas être dilué dans la masse de coopérateurs soutenant les sociétés coopératives. Ce fonds se concentre sur les jeunes entreprises en croissance, actives dans divers secteurs d'activités. Ses cibles privilégiées sont les PME, car ses investissements sont trop élevés pour les TPE et, inversement, le SI² Fund n'investit pas dans des grandes entreprises, car la participation serait trop petite en termes de pourcentage de la valorisation de l'entreprise.

Le SI² Fund offre avant tout un soutien financier aux entreprises, mais aussi un soutien stratégique et opérationnel. Ce fonds expérimenté aide ses entreprises à accéder à de nouveaux marchés et les met en contact avec leurs partenaires.

Le modèle économique du SI² Fund est semblable aux autres fonds d'investissement. Les frais de gestion payés par leurs investisseurs représentent la source de revenus principale du fonds. Les dividendes perçus sont rares, car SI² Fund investit dans des jeunes entreprises qui ont tout intérêt à garder les bénéfices éventuels au sein de l'entreprise afin de faciliter leur développement.

³⁸ Le shaping impact group est composé de trois fonds : SI² Fund, SI³ Fund et Inzet.

³⁹ La holding period est la durée pendant laquelle l'investissement est détenu par un investisseur, c'est-à-dire la période entre l'achat et la vente d'un titre (Kagan, 2020).

4.1.6.1 Fiche technique de SI² Fund

Dénomination	SI² Fund
Forme Juridique	SRL
Date de Création	2012
Type de financeur	Fonds d'investissement à impact
Taille du Portefeuille	5,5 millions €

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Capital & Dette convertible
Caractéristiques	<u>Dette</u> : prêts convertibles, taux d'intérêts en fonction du risque et du marché. <u>Capital</u> : participations souvent minoritaires, objectif de rendement de 15 %, horizon de sortie de 5-7 ans.
Proportion	Grande majorité d'investissement en capital (minorité de prêts convertibles)
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : Modèle économique viable, potentiel de croissance <u>Critères extra-financiers</u> : Projet innovant, impact social élevé
Gestion du risque	« Full risk » pour le capital
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : 13 projets financés <u>En 2021</u> : 8 projets financés (ou refinancés)
Montants investis	<u>Montant moyen par projet</u> : 850k€ (en plusieurs rounds d'investissement) <u>Montant total depuis création</u> : Inconnu <u>Fourchette</u> : min 150k, max 1,5M€
Stade	Start-up, Scale-up
Taille	PME
Type	Uniquement entreprises à impact (à formes juridiques classiques)
Secteurs d'activité	Secteurs variés
Accompagnement & services extra-financiers	Soutien stratégique et opérationnel, mise en contact, accès à un écosystème de partenaires et experts

Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> • Semblable à un fonds d'investissement classique • Les frais de gestion constituent la source de revenus la plus importante
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> • Apport des investisseurs (personnes physiques et morales)

Figure 9 : Fiche technique de SI² Fund

4.1.7 Phitrust

Phitrust est une société française de gestion de portefeuille créée en 2006. Cet organisme est un pionnier de l'impact investing et possède deux activités d'investissement différentes : investir auprès d'entreprises cotées⁴⁰ et auprès d'entreprises sociales innovantes. Dans le cadre de ce mémoire, nous nous concentrerons uniquement sur l'activité d'investissement et d'action que Phitrust mène auprès des entreprises sociales. Pour effectuer cette activité, Phitrust possède deux véhicules d'investissement : Phitrust Partenaires⁴¹ et Phitrust Partenaires Europe⁴². Lorsque nous évoquerons Phitrust nous parlerons donc implicitement de ces deux fonds d'investissement.

Phitrust finance des entreprises sociales via deux outils financiers principaux : la prise de participation en capital et la dette. Son mode de financement le plus utilisé est le capital et les deux fonds investissent toujours en participations minoritaires en prenant systématiquement une place dans un organe de gouvernance des entreprises financées. Leur volonté est de sortir du capital après un horizon de 7 à 10 ans. Cependant, Phitrust accompagne toujours certaines sociétés depuis près de 15 ans : il ne s'agit donc pas d'une politique systématique. Etant actif dans l'impact investing, Phitrust soutient des entreprises suivant un triple objectif : social, environnemental et financier. Le rendement financier espéré par Phitrust lors d'un investissement se situe autour de 5 %. Au niveau du financement en dette, Phitrust propose de la dette classique et des prêts convertibles. Une des particularités de Phitrust se situe dans le mécanisme de fixation des taux d'intérêts qui sont influencés par l'atteinte d'objectifs d'impact social. En effet, le taux d'intérêt peut baisser si l'objectif initial fixé par Phitrust est atteint.

Depuis 2006, Phitrust a investi environ 20 millions d'euros auprès de 37 entreprises avec des montants se situant entre 100.000 euros et 2 millions d'euros. En 2020, 1,4 millions d'euros ont été investis dans 6 projets. Il est important de noter que certains de ces projets sont eux-mêmes des fonds d'investissement, ce qui signifie que durant la seule année 2020, 201 entreprises sociales ont été financées à travers des fonds eux-mêmes financés par Phitrust. Cela illustre la différence entre investissement direct et indirect (à travers un autre fonds).

Phitrust est un investisseur « Impact first », ce qui signifie que le premier critère d'investissement est l'impact généré par les projets. Phitrust possède d'ailleurs un outil de mesure d'impact créé en collaboration avec les entrepreneurs de son portefeuille. Phitrust utilise des critères financiers assez souples, ce qui signifie que Phitrust réalise des investissements dans des entreprises sociales qui ne sont pas encore rentables mais qui ont le potentiel de le devenir, ou du moins de devenir économiquement viables à moyen terme. Phitrust cible les start-ups et scale-ups ayant déjà plusieurs années d'activité. Cet organisme propose un capital de développement et non pas d'amorçage (destiné aux seeds). Les types d'entreprises financées par Phitrust sont très variés, cela va de l'association à la société classique.

Phitrust prend un rôle d'actionnaire actif et veut être un partenaire des projets sur le long terme. Phitrust possède un réseau d'accompagnants souvent composés d'anciens chefs d'entreprises pouvant apporter leur expertise aux projets financés. De plus, une synergie existe entre les entreprises du portefeuille de Phitrust.

Les investisseurs de Phitrust sont des personnes physiques et des institutions. Grâce à leur argent, ils permettent de financer des entreprises sociales mais aussi de payer les coûts opérationnels de Phitrust via des frais de gestion. En retour, Phitrust garantit que cet argent est utilisé pour financer des projets à impact sociétal positif et permet aux investisseurs d'obtenir un léger retour financier sur

⁴⁰ Pour créer un impact, Phitrust a choisi d'investir auprès des grandes entreprises cotées pour qu'elles fassent évoluer leurs pratiques environnementales, sociales et de gouvernance par un engagement actionnarial régulier et actif.

⁴¹ Phitrust Partenaires est une SAS à capital variable. Il s'agit d'une société de capital-risque étant un fonds d'entrepreneuriat social européen possédant l'agrément solidaire depuis 2014.

⁴² Phitrust Partenaires Europe est une SAS créée par Phitrust Partenaires et le Fonds Européen d'Investissement pour financer des projets d'entrepreneuriat social au sein des pays de l'Union Européenne. Phitrust Partenaires détient 28,7 % du capital de la société.

investissement, lorsque la situation le permet. Phitrust n'a pas accès à des subventions de manière régulière, mais plutôt de manière ponctuelle, en fonction d'appels à projets en particulier. Pour finir, Phitrust ne perçoit pas ou peu de dividendes mais perçoit les intérêts sur les prêts accordés aux entreprises sociales.

4.1.7.1 Fiche technique de Phitrust

Dénomination	Phitrust
Forme Juridique	Société Anonyme (les deux fonds sont des SAS)
Date de Création	2006
Type de financeur	Fonds d'investissement à impact (Phitrust Partenaires et Phitrust Partenaires Europe)
Taille du Portefeuille	18,5 millions € (fin 2020)

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Capital & Dette (classique et convertible)
Caractéristiques	<u>Dette</u> : taux d'intérêts variables en fonction de l'impact social <u>Capital</u> : participations minoritaires, objectif de rendement de 6 %, horizon de sortie 7-10 ans
Proportion	65 % Capital & 35 % Dette
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : viabilité du modèle économique du projet, potentiel de croissance <u>Critères extra-financiers</u> : impact social et environnemental, environ 70 % d'entreprises sociales au sens de la législation européenne.
Gestion du risque	Garantie publique française pour investissements en France couvrant jusqu'à 70 % du montant du financement (selon certains critères) « Full risk » pour le capital
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : 37 entreprises financées (en direct) <u>En 2020</u> : 6 entreprises financées
Montants investis	<u>Montant en 2020</u> : 1,4M€ <u>Montant total depuis création</u> : environ 20M€ <u>Fourchette</u> : min 100k, max 2M€
Stade	Start-up, Scale-up
Taille	PME
Type	Entreprises d'économie sociale & Entreprises à impact ⇒ Toute forme juridique
Secteurs d'activité	Secteurs variés
Accompagnement & services extra-financiers	Actionnariat actif, accompagnement personnalisé sur le long terme, mise en réseau, approche concrète de la mesure d'impact via des indicateurs chiffrés

Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> • Dividendes (montants faibles) et plus-values d'exit • Intérêts • Subventions occasionnelles • Frais de gestion
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> • Apport des investisseurs (personnes physiques et institutions)

Figure 10 : Fiche technique de Phitrust

4.1.8 Lita.co

Lita.co est une plateforme de crowdfunding active en France, en Belgique et en Italie, créée en 2014 sous la forme d'une société par actions simplifiée (SAS). Dans le cadre de ce travail, nous nous intéresserons uniquement à Lita.co Belgique, créée en 2017. Le crowdfunding, signifiant littéralement « financement participatif », est un moyen de financement qui connaît un développement impressionnant ces dernières années. Lita.co est une plateforme en ligne qui propose aux investisseurs de financer des entreprises sociales (appelées projets durables sur le site de Lita.co) qui sont présentées sur la plateforme afin de lever des fonds. Lita.co joue donc un rôle d'intermédiaire entre les investisseurs et les projets.

Pour ce faire, Lita.co propose deux moyens de financement : le crowdequity et le crowdlending. La plateforme propose donc de la prise de participation en capital et de la dette (sous la forme de prêt subordonné et/ou convertible). La prise de participation en capital représente la majorité de l'activité de financement de Lita.co (80 %). Il n'y pas d'objectif de rendement chiffré, mais étant donné que Lita.co est un acteur de l'impact investing et qu'elle propose à ses investisseurs d'obtenir un avantage financier tout en investissant dans des entreprises durables, nous pouvons supposer qu'un rendement minimum est souhaité par Lita.co pour les projets qu'elle finance. L'objectif de sortie est fixé à 5 ans. Cependant, Lita.co Belgique étant active depuis 2017, aucune sortie n'a été faite à ce jour. Pour ce qui est de la dette, deux raisons principales font que le crowdlending n'est pas l'outil financier le plus utilisé par Lita.co. Premièrement, le crowdlending⁴³ est plus cher que la dette bancaire classique ; deuxièmement, les entreprises ciblées par Lita.co ne sont pas fortement intéressées par la dette en tant que moyen de financement.

Lita.co est lui aussi un investisseur « Impact first ». En effet, son premier critère d'exclusion est l'impact sociétal généré par l'entreprise, suivi de l'autre critère d'exclusion : la viabilité économique du projet. Actuellement, Lita.co ne possède pas d'outil permettant de quantifier l'impact social créé par les projets et se base plutôt sur les discussions et l'analyse du projet pour l'évaluer.

Depuis 2017, Lita.co Belgique a levé environ 8 millions d'euros pour 50 projets. Pour la plupart des levées de fonds, le montant varie entre 100.000 euros et 500.000 euros par projet. Cependant il arrive que Lita.co réalise des levées de fonds en-dessous de ce montant minimum pour des projets ayant des besoins de financement plus petits. A l'inverse, la capacité de financement de cette plateforme pourrait s'élever à plusieurs millions d'euros pour un seul projet, si la situation le demande.

Les projets ciblés par Lita.co sont forts diversifiés. Lita.co finance aussi bien des associations que des coopératives ou encore des sociétés anonymes, et ces entreprises sont actives dans différents secteurs. Lita.co se focalise sur des entreprises jeunes et ayant un potentiel de croissance (start-ups et scale-ups). Notons qu'à la différence d'un fonds d'investissement, Lita offre la possibilité aux investisseurs de choisir directement les projets qu'ils souhaitent soutenir. De plus, Lita s'adresse à des investisseurs pouvant être qualifiés de « Monsieur et Madame Tout le monde » puisque le montant minimum requis pour investir sur la plateforme est fixé à 100 euros.

Afin de se rémunérer, Lita.co utilise deux moyens principaux : les frais fixes s'élevant à 2.000 euros par réalisation de projet (c'est-à-dire si la levée de fonds a fonctionné) et des commissions variant entre 4 % et 7 % du montant de la levée de fonds. Ce pourcentage varie en fonction du montant collecté : effectivement, plus la levée est élevée, plus le pourcentage de commission est réduit. En tant que plateforme intermédiaire Lita.co ne touche pas d'intérêt sur les prêts contractés entre investisseurs et entreprises. La troisième et dernière forme de revenus est constituée des suivis proposés par Lita.co (suivis des projets, des investissements ou du lien entre investisseurs et projets).

⁴³ « Le prêt participatif, ou « crowdlending » en anglais, est l'une des variantes du financement participatif. Un particulier prête de l'argent à une entreprise selon des modalités préétablies. En retour, il n'y a ni produits offerts ni acquisition d'actions (comme cela est le cas avec d'autres formes de financement participatif) mais bien des intérêts perçus mensuellement, semestriellement ou annuellement par le prêteur tout au long de la durée du prêt » (*Crowdlending Belgique*, 2016).

4.1.8.1 Fiche technique de Lita.co

Dénomination	Lita.co
Forme Juridique	Société par actions simplifiée
Date de Création	2014 (2017 pour Lita.co Belgique)
Type de financeur	Plateforme de crowdfunding
Taille du Portefeuille	60M€ (Lita.co international)

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Capital (crowdequity) & Dette (crowdlending : obligations subordonnées et/ou convertibles)
Caractéristiques	<u>Dette</u> : Uniquement pour société ayant de l'expérience, taux d'intérêts assez élevés par rapport au prêt bancaire classique, période de remboursement entre 3 et 7 ans <u>Capital</u> : Objectif de rendement non-chiffré, Horizon de sortie 5 ans
Proportion	80 % Capital & 20 % Dette
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : Viabilité financière (analyse financière effectuée) <u>Critères extra-financiers</u> : Impact social (référence aux critères ESG, ODD)
Gestion du risque	Si la levée de fonds ne fonctionne pas, Lita.co ne s'expose à rien
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : 50 projets financés <u>Moyenne annuelle</u> : Environ 12 projets/an
Montants investis	<u>Montant moyen par année</u> : environ 1,6M€ <u>Montant total depuis création</u> : 8M€ <u>Fourchette</u> : Majoritairement entre 100k et 500k€ (mais fort variable)
Stade	(Seed), Start-up, Scale-up
Taille	TPE, PME
Type	Entreprises d'économie sociale & Entreprises à impact ⇒ SA, SRL, Coopératives, associations, etc.
Secteurs d'activité	Tout secteur
Accompagnement & services extra-financiers	Service de suivi payant
Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> Frais fixes (2k€ par réalisation de projet) Commission (généralement entre 4 % et 7 % de la levée) Suivis de projets
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> Apport des investisseurs

Figure 11 : Fiche technique de Lita.co

4.1.9 Triodos Bank

Triodos Bank est une banque durable néerlandaise créée en 1980 et dont l'activité permet aux particuliers, aux entreprises et autres organisations d'utiliser leur argent de manière à avoir un effet positif sur l'homme et l'environnement. La Banque Triodos exerce des activités bancaires aux Pays-Bas, en Belgique, au Royaume-Uni, en Espagne et en Allemagne, ainsi que des activités de gestion des investissements au niveau international. Dans le cadre de ce mémoire, nous nous intéresserons uniquement à la branche belge « Triodos Belgique ». De plus, parmi les nombreuses activités de cette banque, nous nous concentrerons exclusivement sur les crédits octroyés aux entreprises sociales.

Etant une banque, l'outil financier principal que Triodos propose aux entreprises sociales afin de se financer est la dette, et ce sous plusieurs formes. Chaque crédit octroyé dépend des besoins de financement de l'entreprise. Nous pouvons recenser trois types de crédits principaux : le crédit d'investissement, l'avance à terme fixe et le crédit de caisse. Les caractéristiques des crédits dépendent du type de crédit octroyé (des informations générales à ce sujet sont à retrouver dans la fiche technique de Triodos). Notons tout de même que les taux d'intérêts proposés par Triodos semblent plus élevés que ceux des banques classiques.

Triodos possède plusieurs mécanismes de garantie adaptés à chaque crédit et venant de sources différentes. Triodos peut actionner des garanties provenant du projet lui-même (hypothèque, fonds de commerce, etc.), mais a aussi accès à des garanties externes en provenance, par exemple, du fonds européen d'investissement (il s'agit de la garantie EaSI⁴⁴).

Le total de l'épargne confiée à Triodos Belgique s'élève à 2,1 milliards d'euros (fin 2021) et le portefeuille de crédits octroyés aux entreprises « durables » (reprenant des entreprises d'économie sociale et des entreprises à impact) s'élève à 1,8 milliard d'euros pour la même échéance. Le portefeuille est composé de 5.639 crédits, ce qui signifie que le montant moyen par crédit s'élève à environ 324.000 euros.

Pour bénéficier d'un crédit de la banque Triodos, le premier point obligatoire pour le projet est de rentrer dans les missions et les valeurs de la banque. Si le secteur d'activité et la proposition de valeur du projet correspondent aux valeurs de la banque, une évaluation de la création de valeur ajoutée culturelle, sociale et environnementale est effectuée. Ensuite, et uniquement si les deux premières étapes sont respectées, Triodos performe une analyse financière du projet et s'assure de la capacité du projet à arriver à l'équilibre financier, tout en ayant une capacité de remboursement suffisante.

La banque Triodos finance essentiellement des entreprises ayant plusieurs années d'expérience, car une certaine stabilité financière est nécessaire pour gérer un endettement. Les start-ups ne sont donc pas la clientèle majoritaire de Triodos. La banque propose une gamme très large de crédits pouvant convenir aux TPE jusqu'aux grandes entreprises. En effet, les montants par crédit varient entre 50.000 euros et 25 millions d'euros.

Triodos opère un contrôle financier annuel pour chaque entreprise financée, ce qui la différencie d'autres banques classiques. Il y a donc une communication établie entre les entreprises et la banque pour gérer au mieux les difficultés éventuelles.

Triodos se rémunère grâce aux frais retenus sur les apports de ses clients (les investisseurs), aux taux d'intérêts perçus sur les prêts accordés et aux placements effectués dans des fonds éthiques. L'argent apporté chez Triodos est donc soit transformé en crédits destinés principalement aux entreprises sociales, soit transformé en placements. Ces deux activités sont sources de revenus pour Triodos.

⁴⁴ Selon Crédal, « la garantie EaSI est une garantie financée par l'Union européenne à travers le programme « Employment and Social Innovation » (EaSI) accordée aux entreprises actives dans le domaine social ou ayant un impact sociétal » (Garantie EaSI, 2018).

4.1.9.1 Fiche technique de Triodos Bank

Dénomination	Triodos Bank
Forme Juridique	Société Anonyme
Date de Création	1980 (1993 pour Triodos Belgique)
Type de financeur	Banque durable
Taille du Portefeuille	Environ 20 milliards € (2,1 milliards € pour Triodos Belgique)

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Dettes (sous plusieurs formes)
Caractéristiques	<u>Crédit d'investissement</u> : min 50k€, taux d'intérêt lié au risque, période de remboursement de 1 mois à 30 ans max <u>Crédit de caisse</u> : min 50k€, taux d'intérêt lié au risque, court terme <u>Avance à terme fixe</u> : min 100k€, taux fixe basé sur l'Euribor, période de remboursement d'1 an max
Proportion	Uniquement Dettes
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : capacité à arriver à l'équilibre financier, capacité de remboursement <u>Critères extra-financiers</u> : création de valeur ajoutée culturelle, sociale et environnementale, être en phase avec les missions et les valeurs de la banque
Gestion du risque	Plusieurs mécanismes de garantie (hypothèque, fonds de commerce, externe, garantie européenne EaSI, etc.)
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : Inconnu <u>En 2021</u> : portefeuille composé de 5.639 crédits
Montants investis	<u>Montant moyen par crédit</u> : 324k€ <u>Montant total depuis création</u> : Inconnu <u>Fourchette</u> : min 50k€, max 25M€
Stade	(Start-up), Scale-up
Taille	(TPE), PME, Grandes entreprises
Type	Entreprises d'économie sociale & Entreprises à impact ⇒ Formes juridiques des projets financés forts diversifiées
Secteurs d'activité	Tout secteur
Accompagnement & services extra-financiers	Contrôle financier annuel, communication régulière, conseils financiers

Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> Frais retenus sur les apports des clients Taux d'intérêts Revenus provenant de l'activité de placement
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> Apport des clients

Figure 12 : Fiche technique de Triodos Bank

4.1.10 Scale Up

Scale Up est une société coopérative ayant pour mission de prendre des participations minoritaires dans des sociétés belges non cotées, et actives dans le secteur de l'agroalimentaire. Ce fonds d'investissement, initialement constitué en société anonyme, a pris la forme coopérative en 2017. L'objectif de Scale Up est d'investir dans des jeunes entreprises innovantes afin de les aider à accroître leur impact sociétal positif et pérenniser leurs performances financières.

L'outil financier principal utilisé par Scale Up est la prise de participation en capital, et ce, en restant toujours minoritaire. Etant actif dans le domaine de l'impact investing, l'objectif de Scale Up est de combiner impact sociétal et rendement financier. L'objectif de rendement espéré par la coopérative est de 12 %. Scale Up propose aussi des prêts convertibles pour les entreprises jeunes ou éventuellement pour une augmentation de capital après qu'un premier investissement a déjà été effectué. Il arrive donc fréquemment que Scale Up réinvestisse plusieurs fois au sein du même projet. La conversion de la dette se fait à la seule décision de Scale Up. En effet la coopérative décidera de convertir la dette en actions, si certains chiffres fixés au préalable ont été atteints par l'entreprise financée.

Scale Up a investi environ 6 millions d'euros depuis 2017 dans 8 projets différents. En 2021, Scale Up a participé à deux augmentations de capital dans des sociétés déjà en portefeuille, toutes deux via des prêts convertibles pour un montant global d'environ 350.000 euros. La taille des investissements proposés par Scale Up est normalement comprise entre 300.000 euros et 500.000 euros. Cet intervalle est souhaité par Scale Up, mais des exceptions peuvent arriver (Scale Up est même descendu jusque 50.000 euros pour un projet). Notons aussi que si nous prenons en compte la somme des investissements de Scale Up au sein de la même entreprise, les montants peuvent s'élever jusqu'à 2 millions d'euros, investis en plusieurs fois et à des intervalles de temps différents.

Scale Up est un impact investor se situant entre « finance first » et « impact first ». En effet, contrairement aux autres impact investors de notre échantillon, Scale Up n'utilise pas explicitement l'impact comme premier critère de sélection. Les entreprises doivent respecter deux critères : la recherche d'impact sociétal positif et la pérennité financière permettant à l'investissement d'être rentable. La recherche d'un rendement financier est obligatoire selon Scale Up puisqu'il s'agit de la seule manière de rémunérer son capital investi. Les entreprises financées doivent avoir au minimum une année d'activité et minimum 1 million d'euros de chiffre d'affaires.

Scale Up ne veut pas être considéré comme « seulement » un outil de financement : la coopérative se positionne comme un vrai partenaire des projets soutenus. Scale Up exige à chaque investissement une place au conseil d'administration de l'entreprise financée, ce qui répond à son souhait de s'impliquer dans les différents projets. Scale Up et ses entreprises en portefeuille entretiennent des contacts réguliers et le fonds offre l'accès à un réseau de consultants à tarif réduit pour certaines entreprises.

Scale Up compte 12 investisseurs financiers ayant une participation moyenne d'environ 500.000 euros par investisseur. La seule source de revenu de Scale Up est la plus-value réalisée sur ses investissements lorsque Scale Up vend ses participations en capital plusieurs années après avoir investi dans une entreprise.

4.1.10.1 Fiche technique de Scale Up

Dénomination	Scale Up
Forme Juridique	SCRL
Date de Création	2017
Type de financeur	Fonds d'investissement à impact
Taille du Portefeuille	3,5M€

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	Capital & Dette convertible
Caractéristiques	<u>Dette</u> : convertible, uniquement si participation en capital au préalable <u>Capital</u> : participations minoritaires, objectif de rendement de 12 %
Proportion	Inconnu → 100 % Capital (si les dettes sont converties)
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : min 1 an d'activité, min 1M€ de CA, pérenne financièrement, capacité à procurer une plus-value, potentiel de croissance <u>Critères extra-financiers</u> : intentionnalité d'impact sociétal positif
Gestion du risque	« full risk »
Nombre de projets	<u>Depuis création</u> : 8 projets financés <u>En 2021</u> : 2 projets réinvestis, pas de nouveau projet financé
Montants investis	<u>En 2021</u> : environ 350k€ <u>Montant total depuis création</u> : environ 6M€ <u>Fourchette</u> : min 300k€, max 500k€ mais des exceptions existent
Stade	Start-up, Scale-up
Taille	TPE, PME
Type	Principalement des entreprises à impact
Secteurs d'activité	Secteur agroalimentaire
Accompagnement & services extra-financiers	Présent au conseil d'administration, contacts réguliers, mise en réseau

Mode de rémunération	<ul style="list-style-type: none"> Plus-value réalisée sur investissement
Sources de financement	<ul style="list-style-type: none"> Coopérateurs-investisseurs apporteurs de fonds (environ 500k€ par investisseur)

Figure 13 : Fiche technique de Scale Up

5 Discussion des premiers résultats

Au sein de cette section, nous tirerons des conclusions grâce aux données sur les offres de financement des financeurs alternatifs de notre échantillon présentées dans la section précédente. En effet, l'objectif étant de présenter ces offres sous forme de panorama, nous avons créé un tableau comparatif⁴⁵ recensant les dix fiches techniques des dix membres composant l'échantillon. Ce tableau nous permet non seulement d'avoir une vue d'ensemble, mais également de comparer plus facilement les caractéristiques de chaque financeur, et mettre ainsi en évidence certaines observations à partir desquelles nous tirerons des conclusions. Afin de présenter nos observations, nous reprendrons les critères présents au sein des fiches techniques et nous nous en servirons en tant que base de comparaison entre les membres de l'échantillon.

5.1 Analyse en fonction des critères différenciants des fiches techniques

Tout d'abord, nous constatons que la moitié des financeurs alternatifs de l'échantillon sont des sociétés coopératives. Il est intéressant de noter que des organismes financiers peuvent prendre la même forme juridique que les entreprises qu'ils financent. Le modèle coopératif et ses principes mettent en avant la propriété collective et la gouvernance démocratique qui sont deux concepts chers à l'économie sociale. Cependant, bien que 5 financeurs partagent la forme coopérative, ils restent fort différents à bien des égards. Par exemple, *Change* et *Scale Up* sont des fonds d'investissement destinés à des personnes physiques fortunées ou des institutions (personnes morales). En effet, par exemple, le montant minimum nécessaire pour investir chez *Change* est de 100.000 euros, ou encore le montant moyen apporté par les investisseurs de *Scale Up* se situe aux alentours des 500.000 euros. Cela est complètement différent si nous prenons en exemple *Crédal* et *Citizenfund*. En effet, investir au sein de ces deux coopératives est possible à des coûts bien moins élevés car certaines parts de coopérateurs sont accessibles à partir de quelques dizaines d'euros. Les coopératives peuvent être aussi très différentes au niveau des projets financés, des outils financiers utilisés ou encore de la vision de l'investissement. Prenons les cas de *F'in Common* et *Scale Up* : ces deux coopératives de financement ne semblent pas partager beaucoup de points communs. En effet, *F'in Common* est un organisme de crédit ne finançant que les entreprises d'économie sociale au sens strict du terme, alors que *Scale Up* est un fonds d'investissement privilégiant fortement la prise de participation en capital, et ciblant plutôt les projets à impact, en ayant comme objectif de réaliser des plus-values grâce à ses investissements. Pour cette première observation, nous pouvons conclure que posséder la même forme juridique ne semble pas assurer le partage d'autres points communs entre financeurs.

Les fonds d'investissement sont les plus représentés au sein de cet échantillon hétérogène. Contrairement à l'observation que nous venons de faire pour les coopératives, les fonds d'investissement semblent partager plusieurs caractéristiques. En effet, les fonds d'investissement repris dans notre échantillon sont tous des acteurs de l'impact investing. Aucun d'entre eux ne finance exclusivement les entreprises d'économie sociale et tous veulent allier rendement financier et impact sociétal.

Nous constatons aussi les énormes différences au niveau de certains chiffres assez représentatifs. La taille des portefeuilles, par exemple, varie entre environ 200.000 euros et 2 milliards d'euros, ce qui représente une différence de facteur « x10.000 ». La taille des financements fluctue entre les micro-investissements (ex : *Citizenfund*), jusqu'à des montants dépassant le million d'euros (*Triodos*, *Phitrust* et *SI² Fund*). Nous pouvons d'ailleurs aussi constater que les montants de financement les plus

⁴⁵ Le tableau comparatif étant trop grand pour l'insérer dans ce travail de fin d'étude, nous avons choisi de le joindre à ce travail sur la plateforme MatheO. Le lecteur peut donc se rendre sur cette plateforme afin de prendre connaissance de ce fichier.

proposés par les financeurs alternatifs sont majoritairement situés entre 50.000 euros et 500.000 euros, ce qui correspond davantage aux besoins de financement des TPE et PME que des grandes entreprises. Les grandes entreprises semblent d'ailleurs assez délaissées par les financeurs alternatifs. En effet, il n'y a que *Triodos* qui déclare avoir certaines grandes entreprises en tant que cibles finançables. Notons tout de même que ce constat peut aussi s'expliquer par le pourcentage assez maigre que représentent les grandes entreprises parmi les entreprises sociales, telles que définies dans ce travail. Effectivement, bien que la taille moyenne des entreprises sociales soit plus grande que celles du reste des entreprises du secteur privé en Belgique (*Baromètre des entreprises sociales en Belgique*, 2015), elle demeure bien en-dessous des 250 ETP nécessaires pour pouvoir être qualifiée de grande entreprise.

Un autre constat assez parlant est celui du stade des entreprises sociales financées. La majorité des financeurs alternatifs indiquent qu'ils se focalisent sur les start-ups et les scale-ups. Pour expliquer cet intérêt particulier pour ces entreprises et donc le désintérêt pour les entreprises plus matures, deux éléments ont souvent été repris par les financeurs : il s'agit de l'importance de l'innovation portée par le projet ainsi que de son potentiel de croissance. En effet, l'innovation fut régulièrement citée comme critère indispensable pour financer un projet, et ce, surtout par les membres de l'impact investing. Les impact investors perçoivent l'innovation comme un moyen d'allier impact social et possibilité de rendement financier ; ils semblent convaincus que c'est en répondant aux défis sociétaux actuels via des projets novateurs que les entreprises sociales à impact pourront alors être de vrais disrupteurs. Le besoin de financement des seeds est également laissé de côté par plusieurs financeurs alternatifs, mais pour des raisons différentes. De fait, les seeds ont des besoins de financement plus faibles qui ne correspondent pas à la tranche de financement de certains membres comme *Phitrust* ou *SI² Fund*. De plus, financer un projet encore en phase de création présente plus de risques que de financer une start-up en activité depuis plusieurs années. En effet, le capital d'amorçage (premier apport en capital d'une entreprise) est particulièrement risqué, mais a le grand avantage pour l'entreprise d'établir ses fonds propres, ce qui est essentiel pour la solidité financière de celle-ci. Ainsi, une entreprise ayant des fonds propres bien constitués aura plus de facilités à se financer par la suite, ce qui soutiendra son développement. Cependant, force est de constater que seule une minorité des membres de l'échantillon financent des seeds, ce qui est étonnant étant donné la volonté partagée des financeurs alternatifs d'être partenaires des projets financés sur le long terme.

Comme nous le savons, les deux outils financiers utilisés par les financeurs alternatifs sont la dette et le capital. Au sein de notre échantillon, nous avons pu constater la diversité des types de dettes que proposent les financeurs. Il est important de noter que même si les financeurs alternatifs utilisent des produits financiers classiques, ils s'adaptent tous aux besoins de financement des entreprises, en leur proposant des financements adaptés à leurs réalités et à leurs besoins. Cependant, la diversité de l'offre est telle qu'il nous est impossible de tirer des conclusions pertinentes puisque les crédits octroyés par les financeurs alternatifs de notre échantillon sont différents par leur forme, leur montant, leur durée de remboursement et leur taux d'intérêt. Notons que pour trois d'entre eux (*Crédal*, *F'in Common* et *Triodos*), la dette (sous ses différentes formes) représente le seul outil financier à leur disposition car ces financeurs sont des organismes de crédit. Les autres financeurs proposent tous du capital et de la dette : autrement dit, aucun d'entre eux ne propose uniquement de la prise de participation en capital. Au sein des financeurs proposant les deux outils financiers, nous retrouvons cinq fonds d'investissement, un investisseur institutionnel et une plateforme de crowdfunding. Pour tous (sauf pour *W.Alter*), la prise de participation en capital est largement préférée et constitue donc l'outil financier principal. En ce qui concerne la taille des prises de participation, nous avons compris qu'elles peuvent être fort différentes au niveau des montants, car certains font des micro-investissements (ex : *Citizenfund*) et d'autres sont actifs sur des plus gros montants (ex : *SI² Fund*). Néanmoins, ces financeurs ont tous un critère en commun : prendre des participations minoritaires. En effet, la volonté des financeurs alternatifs étant d'être des partenaires des entreprises qu'ils financent, cela n'aurait pas de sens de devenir majoritaires. Lorsqu'un actionnaire détient plus

de 50 % des actions d'une entreprise, cela lui donne le pouvoir de décider unilatéralement lors de réunions d'actionnaires et donc de contrôler l'orientation des activités de l'entreprise. Ce contrôle irait à l'encontre de la volonté des financeurs dont l'objectif est de soutenir les entreprises pour les aider à se développer. De plus, selon un membre de l'échantillon, les financeurs alternatifs « *n'ont pas vocation à être majoritaires au capital parce qu'ils ne peuvent pas faire le métier d'une entreprise sociale* ». Cependant, nous constatons que plusieurs fonds d'investissement de l'échantillon exigent un siège au conseil d'administration (ou un autre organe de gestion) lorsqu'ils décident d'investir dans une entreprise. Ces financeurs, même s'ils ne sont pas en demande de contrôle de l'entreprise, veulent tout de même peser un certain poids dans les discussions stratégiques et la gestion de l'entreprise financée.

Les financeurs alternatifs de notre échantillon ont des expériences très différentes. Certains financeurs comme *W.Alter*, *Crédal* et *Triodos* sont actifs depuis de nombreuses années et sont même qualifiés par leurs pairs d'acteurs historiques, alors que d'autres sont beaucoup plus récents. En effet, six des dix membres de l'échantillon ont été créés il y a moins de dix ans. Cette constatation nous indique que des financeurs expérimentés peuvent financer des jeunes entreprises sociales répondant aux défis actuels, mais surtout, que le financement des entreprises sociales attire aussi de nouveaux acteurs financiers.

Les financeurs alternatifs se démarquent aussi par les services extra-financiers qu'ils proposent. La majorité d'entre eux propose d'accompagner les entreprises en leur fournissant divers services tels que la mise en réseau, les conseils financiers ou encore la communication régulière. *Phitrust* va même jusqu'à affecter un expert expérimenté à chaque projet financé dont le rôle est d'aider et soutenir le projet sur le long terme en partageant son expérience et son expertise. Plusieurs financeurs ont aussi développé des outils de mesure et de suivi d'impact social dont ils font bénéficier les entreprises financées. Notons que chaque financeur utilise des outils de mesure d'impact qui lui sont propres : il ne semble pas y avoir de standardisation de mesure d'impact à ce jour.

La gestion du risque est une composante très importante à prendre en compte lorsqu'un organisme prend une décision d'investissement ou de financement ; les financeurs alternatifs ne dérogent pas à cette règle. Lors d'un financement en dette, les garanties prises par les financeurs sont des mécanismes permettant de réduire ce risque. En effet, la majorité des financeurs de notre échantillon prend des garanties afin de diminuer son exposition au risque, en cas de défaut de paiement de l'entreprise financée. Certaines garanties sont inhérentes à l'entreprise, comme les garanties sur fonds de commerce ou les garanties hypothécaires, mais certains financeurs ont aussi accès à des garanties externes. A titre d'exemples, *F'in Common* bénéficie d'une garantie de la Fondation pour les générations futures pendant que *Crédal* et *Triodos*, se sont vu octroyer une garantie financée par l'Union européenne pour certains projets. L'obtention de garanties influence directement l'offre de financement des financeurs alternatifs étant donné que certains peuvent se permettre de baisser leurs taux d'intérêts, en raison de leur exposition réduite au risque. Lors d'un investissement en capital, les membres de l'échantillon ont aussi des pratiques très différentes. C'est le cas de *Citizenfund* qui indique : « *nous sommes un fonds véritablement à risque parce que nous sommes souvent les premiers investisseurs dans les projets* ». En effet, étant donné que les projets ciblés par *Citizenfund* sont principalement des seeds et des start-ups, le risque auquel le fonds s'expose est particulièrement élevé. Cependant, certains financeurs ont d'autres méthodes afin d'atténuer leur risque. Ainsi, par exemple, lorsque *Change* finance un projet en dette convertible, il peut décider unilatéralement de sa conversion en actions. Cette conversion peut intervenir en fonction de deux raisons principales : soit l'entreprise est en défaut de paiement par rapport au prêt octroyé et *Change* convertit le solde restant en actions ; soit la conversion intervient ultérieurement lors d'une levée de fonds de l'entreprise lors de laquelle *Change* bénéficie d'un certain pourcentage de remise par rapport à la valorisation de l'entreprise au moment de la conversion. Ces deux mécanismes constituent donc des moyens de réduire le risque lorsque *Change* investit. De plus, un autre financeur nous faisait remarquer que, de manière générale, les entreprises d'économie sociale sont moins exposées au risque que les

entreprises à impact : « *les entreprises d'économie sociale ont des sources de financement hybrides venant de subsides publics, de fonds propres, de dons de fondations, etc. donc il y a une certaine solidité financière, alors que les entreprises à impact, c'est du business pur, avec un objectif social et elles n'ont pas ou peu accès à des subsides publics* ». Les cibles financées semblent donc, elles aussi, avoir un impact sur le risque auquel sont exposés les financeurs. Nous constatons donc que les financeurs alternatifs composant notre échantillon possèdent des moyens bien différents de gérer le risque auquel ils sont exposés et qu'il s'agit d'un critère mettant en évidence le déséquilibre régnant au sein de cet échantillon.

Pour terminer, nous voulons mettre en évidence les différences entre les acteurs de la finance solidaire et les acteurs de l'impact investing. Notre objectif n'est pas de catégoriser chaque financeur comme membre d'un concept ou de l'autre, mais bien de comprendre quelles sont les caractéristiques des offres de financement des financeurs alternatifs pouvant être reliées à l'un ou l'autre courant. Tout d'abord, intéressons-nous aux types d'entreprises ciblées. *W.Alter* et *F'in Common* sont les seuls organismes à financer exclusivement des entreprises d'économie sociale. En effet, leurs portefeuilles sont uniquement composés de coopératives et d'associations. La majorité des financeurs ciblent les entreprises d'économie sociale et les entreprises à impact ; *SI² Fund* quant à lui, ne s'intéresse qu'aux entreprises à impact. Nous pouvons donc constater que les financeurs alternatifs ne ciblent pas forcément les mêmes types d'entreprises sociales. Le cas de la société coopérative est particulièrement parlant car il reflète assez bien la difficulté de certains impact investors à soutenir financièrement le modèle coopératif. Selon un membre de l'échantillon « *investir dans des coopératives, c'est plus compliqué parce que généralement dans les coopératives, on sait quand on y rentre et on ne sait pas quand on en sort* »...« *parfois ce sont des coopératives à finalité sociale, donc il n'y a pas de plus-value à la sortie non plus* ». Deux difficultés sont identifiées par ce financeur. Premièrement, il est plus difficile, en tant qu'investisseur, de sortir en capital d'une société coopérative que d'une société plus classique. En effet, certaines règles incluses dans les statuts des coopératives ont pour objet de protéger la coopérative en restreignant certains droits relatifs à la sortie des coopérateurs (ex : le double test de liquidité et de solvabilité). Deuxièmement, les sociétés coopératives à finalité sociale empêchent la réalisation de plus-values, en indiquant dans leurs statuts que le remboursement des parts (en cas de sortie) ne peut excéder le montant de la valeur de souscription, c'est-à-dire la valeur à laquelle les parts de coopérateurs ont été acquises initialement. Cela semble constituer une barrière importante à l'investissement des impact investors dont la possibilité de plus-value constitue souvent leur source de rémunération principale. Cela se constate lorsque nous observons les objectifs de rendement fixés par certains membres de l'échantillon. Par exemple, *Scale Up* a un objectif de rendement fixé à 12 %, *Change* à 5 % et *SI² Fund* à 15 %. Ces objectifs sont, de facto, irréalisables si leurs investissements dans certaines entreprises ne leur permettent pas de réaliser une plus-value, celle-ci faisant souvent partie de leurs critères obligatoires pour investir dans une entreprise.

De plus, un autre membre de l'échantillon nous déclarait durant l'entretien : « *nous voulons participer aux décisions stratégiques de développement des entreprises que nous finançons et donc c'est plus difficile lorsque nous sommes avec des centaines d'autres coopérateurs. Nous préférons être juste avec un nombre réduit de co-investisseurs* ». Ce financeur met en évidence un autre principe lié aux sociétés coopératives qui semble poser problème aux impact investors : il s'agit du principe de gouvernance démocratique. Les sociétés coopératives instaurent des limites au droit de vote pour éviter qu'un ou plusieurs coopérateurs aient un poids trop important dans les décisions stratégiques de la société, ce qui irait à l'encontre de l'esprit coopératif. Cette limite peut prendre plusieurs formes, telle qu'une limite à un certain pourcentage (souvent 10 % ou 20 %), indépendamment du nombre de parts détenues par le coopérateur, ou encore le principe « 1 Homme = 1 Voix » donnant une seule voix par coopérateur sans lien avec le montant investi.

Grâce à ces observations, nous avons pu décrire l'offre de financement des financeurs alternatifs et comparer les différentes offres de notre échantillon sur base des critères repris au sein de nos fiches

techniques. De manière générale, l'offre de financement destinée aux entreprises sociales semble diversifiée et relativement complète, bien que certaines lacunes aient été identifiées. Cette diversité au sein de l'offre nous a aussi permis de constater certains points de divergence entre les membres de l'échantillon. Bien que cette diversité puisse présenter un avantage pour les entreprises sociales en besoin de financement puisque plusieurs types de solutions financières s'offrent à elles, un manque d'unité semble se dégager de cet écosystème de financeurs alternatifs. Pourtant, la notion de co-financement et de co-investissement a été relevée à maintes reprises durant les entretiens par une grande majorité des financeurs. La collaboration financière semble être une pratique courante chez les financeurs alternatifs. Il est donc intéressant d'analyser la collaboration entre les membres de cet échantillon et comprendre ainsi quelles relations lient les financeurs alternatifs. C'est ce que nous allons faire dans la prochaine section de ce travail.

6 Deuxièmes résultats : la collaboration entre financeurs alternatifs

Au sein de cette section, nous exposerons les résultats obtenus lors des entretiens passés avec chaque financeur alternatif à propos de la collaboration entre les membres de l'échantillon. Afin de structurer les différents résultats, nous séparerons les résultats obtenus **en quatre thèmes distincts**. Tout d'abord nous présenterons un « **mapping** » illustrant les liens qui unissent les différents membres de l'échantillon. Grâce à ce mapping, nous pourrions avoir une vue d'ensemble sur l'écosystème de notre échantillon et nous observerons les types de relations existant entre les financeurs alternatifs. Ensuite, nous exposerons les propos des financeurs alternatifs quant aux **constats** qu'ils tirent sur l'état de la collaboration dans le secteur de la finance alternative. En effet, dans le cadre des entretiens, nous avons pu poser cette question à l'ensemble des membres ; il sera dès lors intéressant de comparer leurs différentes réponses. Dans un troisième temps, nous ferons émerger les **points de tension ou de blocage** identifiés par les financeurs alternatifs qui entravent la collaboration entre acteurs financiers. Enfin, dans la dernière partie de cette section, nous exposerons les **pistes d'amélioration** avancées par les membres de l'échantillon et qui sont susceptibles de faire évoluer la collaboration dans ce secteur.

Afin de préserver l'anonymat des financeurs, nous avons créé un code généré de façon aléatoire pour chaque membre de l'échantillon. Ces codes seront utilisés après le mapping des financeurs alternatifs et chaque membre prendra donc un nom de code allant de « FA1 » jusque « FA10 » (FA signifiant « Financeur Alternatif »).

6.1 Mapping des financeurs alternatifs de l'échantillon

	W.Alter	Credal	F'in Common	Citizenfund	Triodos Bank	Change	Lita.co	Phitrust	Scale Up	SI2 Fund
W.Alter	/	++	++	+	++	+	+		collab - eo-fin	
Credal	++	/	+	+	++	++	++	+	collab - eo-fin	
F'in Common	++	+	/	collab - eo-fin	++	+				
Citizenfund	+	+	collab - eo-fin	/	+	++	++	collab - eo-fin	collab - eo-fin	collab - eo-fin
Triodos Bank	++	++	+	+	/	€ - collab	+		+	
Change	+	++		+	+	/	++	€ - collab	collab - eo-fin	
Lita.co	+	++		++	+	++	/	+	+	collab - eo-fin
Phitrust		+				€ - collab	++	/		++
Scale Up	collab - eo-fin	collab - eo-fin		collab - eo-fin	++	collab - eo-fin	+	collab - eo-fin	/	collab - eo-fin
SI2 Fund							+	+	collab - eo-fin	/

Figure 14 : Mapping des relations de collaboration des financeurs alternatifs de l'échantillon

Légende :

++	Partenaires réguliers
+	Partenaires occasionnels
€ - collab	Co-financement sans collaboration
collab - eo-fin	Collaboration sans co-financement

Lors des entretiens, il a été demandé à chaque financeur de catégoriser les relations entretenues avec chaque membre de l'échantillon. Pour ce faire, nous leur avons demandé de classer chaque financeur au sein de quatre catégories :

- Partenaires réguliers : cette catégorie reprend les financeurs ayant une relation depuis un certain temps, avec des contacts relativement fréquents et avec qui la collaboration (financière ou autre) est régulière.
- Partenaires occasionnels : cette catégorie reprend les financeurs ayant une relation plutôt naissante ou en développement, sans qu'une collaboration ne soit institutionnalisée. Les financeurs repris dans cette catégorie ont déjà co-financé des projets, sans toutefois qu'il s'agisse d'une pratique régulière. La communication est présente, mais pas forcément fréquente.
- Co-financement sans collaboration : cette catégorie reprend les financeurs ayant déjà financé les mêmes projets sans pour autant qu'ils aient eu des échanges ou d'autres types de collaboration.
- Collaboration sans co-financement : Inversement, cette catégorie reprend les financeurs n'ayant jamais co-financé de projets communs mais qui entretiennent une relation de collaboration différente du co-financement.

Ce mapping représente donc les différentes relations que les financeurs alternatifs ont avec chaque financeur de l'échantillon. La catégorisation des relations nous a permis de mieux représenter cet écosystème. Comme nous pouvons le constater, ce mapping prend la forme d'un tableau à double entrée et il nous semble nécessaire de fournir au lecteur les clés afin de pouvoir comprendre ce que ce tableau représente. Deux lectures différentes de ce tableau sont possibles : une lecture par ligne et une lecture par colonne. Commençons par la lecture horizontale (par ligne) de ce tableau. En le parcourant ligne par ligne, nous avons le point de vue de chaque financeur sur ses propres relations avec les autres financeurs de l'échantillon. Prenons, par exemple, la ligne 1 qui représente le point de vue de *W.Alter* sur ses relations avec les neuf autres membres de l'échantillon. L'intersection 'ligne 1-colonne 2' : '*W.Alter-Crédal*' signifie que *W.Alter* considère *Crédal* comme un partenaire régulier. A présent, déchiffrons la lecture « par colonne ». Cette lecture représente le point de vue des autres financeurs concernant le financeur respectif de chaque colonne. Prenons, par exemple, la colonne de *Citizenfund* (colonne 4), et son intersection avec la 'ligne 5' : nous constatons que *Triodos* considère *Citizenfund* comme un partenaire occasionnel.

Nous sommes à présent en mesure de déchiffrer ce tableau et d'en tirer certaines observations. Il nous faut avant tout spécifier qu'une cinquième catégorie est répertoriée, il s'agit des cases blanches signifiant que les financeurs n'ont pas la moindre forme de collaboration.

La première observation que nous pouvons effectuer est qu'une majorité relativement conséquente des financeurs ont des relations de collaboration avec d'autres membres de l'échantillon. En effet, les cases blanches existent mais sont largement minoritaires. Les deux types de collaboration les plus représentées sont les « partenaires réguliers » et les « partenaires occasionnels », ce qui signifie que lorsque des financeurs ont une relation de collaboration, ces relations sont relativement intenses. Le co-financement sans collaboration est presque marginal tant il est peu représenté. Il semblerait donc que les financeurs alternatifs aient une réelle relation de collaboration lorsqu'ils financent des projets communs. La collaboration sans co-financement est une pratique assez représentée et concerne particulièrement les financeurs ayant des positionnements assez différents. Cela pourrait signifier que des financeurs, dont l'offre de financement et/ou les projets ciblés diffèrent fortement, puissent donc avoir du mal à co-financer des projets communs, mais pourraient tout de même collaborer d'une autre manière. Nous verrons ultérieurement quels sont les critères pouvant entraver la collaboration entre financeurs alternatifs et quels sont les types de collaboration qui existent en plus du co-financement. Cela apportera des éléments de réponse à cette observation.

La lecture de ce tableau à double entrée nous permet d'effectuer une constatation intéressante. En effet, cette double lecture nous expose le point de vue du financeur, mais aussi celui de son entourage (c'est-à-dire les autres membres de l'échantillon). Nous remarquons que les financeurs ne se considèrent pas toujours de la même façon : ils n'évaluent pas forcément leurs relations de la même manière. Pour exemple *Citizenfund* considère *Change* comme un partenaire régulier, alors qu'à l'inverse, *Change* considère *Citizenfund* comme un partenaire occasionnel.

L'écosystème créé par les relations entre financeurs de l'échantillon semble aussi faire apparaître un certain clivage entre deux types de financeurs : les financeurs solidaires et les impact investors. Dans le cadre de ce travail, nous ne sommes pas amenés à catégoriser chaque financeur dans l'un ou l'autre de ces deux concepts, car il s'agirait d'une classification partielle et relativement subjective. Cependant, il est possible d'identifier des tendances assez marquées chez certains financeurs, et celles-ci permettent de les identifier selon certains critères que nous avons mentionnés plus tôt dans ce travail. En effet, l'absence ou la restriction de la rémunération du capital, ou encore le ciblage prioritaire du financement des entreprises d'économie sociale, sont des critères se référant davantage à la finance solidaire. Inversement, la volonté d'allier impact social et rendement financier ou de financer des entreprises aux modèles économiques et aux formes juridiques plus classiques, sont des critères inhérents à l'impact investing. Nous pouvons constater que des relations semblant assez fortes lient plusieurs financeurs plutôt « solidaires ». En effet, *W.Alter*, *Crédal*, *F'in Common* et *Citizenfund* collaborent tous et sont tous les quatre actifs dans la finance solidaire (à des intensités différentes). Ensuite, nous avons pu identifier trois acteurs se situant entre la finance solidaire et l'impact investing : il s'agit de *Triodos*, *Lita.co* et *Change*. Le mapping indique que ces trois financeurs ont des relations de collaboration assez développées avec la grande majorité des autres financeurs de l'échantillon. Etant donné leur positionnement plus « hybride », il semblerait qu'ils réussissent à nouer des relations de collaboration avec des financeurs fort différents.

Enfin, nous pouvons aussi constater que les financeurs adoptant les critères les plus « extrêmes », que ce soit du point de vue de la finance solidaire ou celui de l'impact investing, semblent développer le moins de relations de collaboration avec les autres financeurs. *F'in Common*, par exemple, finance uniquement des entreprises d'économie sociale ayant obtenu le label finance solidaire⁴⁶. Cet organisme de crédit applique donc des critères stricts de la finance solidaire et nous constatons que *F'in Common* fait partie des financeurs ayant développé le moins de relations. Bien entendu, plusieurs autres critères peuvent expliquer ce constat, comme son jeune âge (créé en 2018) ou encore son portefeuille assez réduit (7 projets financés). A l'opposé, nous pouvons considérer *SI² Fund* comme étant le financeur le plus éloigné du concept de la finance solidaire puisque ce fonds investit uniquement dans des entreprises à impact aux formes juridiques classiques et possède l'objectif de rendement financier le plus élevé de l'échantillon. Cependant, nous pouvons faire le même constat qu'à l'égard de *F'in Common* : *SI² Fund* fait aussi partie des financeurs ayant développé le moins de relations.

Pour conclure, notons que les observations et les constats listés ci-dessus sont subjectifs et non-représentatifs du secteur de la finance alternative dans son ensemble. Il s'agit d'un échantillon réduit sur lequel nous proposons une analyse qualitative dans le cadre de ce mémoire, ce qui ne nous permet pas de tirer des conclusions statistiques. Il s'agit uniquement de données obtenues lors des entretiens qui ont été rassemblées afin de créer ce mapping. De plus, les répondants sont des personnes physiques censées représenter leur organisme de financement. D'autres résultats auraient pu être obtenus si nous avions interrogé des personnes différentes représentant le même acteur financier. En effet, n'oublions que la subjectivité est intrinsèquement humaine.

⁴⁶ Le label Finance solidaire est une initiative de Financité. Le but du label est de certifier que le produit ou l'entreprise le possédant propose des activités génératrices d'utilité sociale et environnementale en se basant sur des critères sociétaux.

6.2 Constats sur l'état de la collaboration entre financeurs alternatifs

Dans cette partie, nous exposerons les constats opérés par les membres de l'échantillon à propos de l'état de la collaboration du secteur de la finance alternative. Il est important de comprendre que les propos qui vont suivre ne concernent pas uniquement notre échantillon réduit de dix financeurs alternatifs, mais bien le secteur global du financement des entreprises sociales par les financeurs alternatifs. Lorsque nous citerons la parole des membres de notre échantillon, nous utiliserons les codes mentionnés plus-haut afin de préserver l'anonymat des financeurs.

Tout d'abord, lorsque nous avons demandé aux financeurs alternatifs leur avis général sur la collaboration au sein de ce secteur, la grande majorité des membres a tenu des propos assez positifs. FA10 nous a dit « *globalement, on est quand même dans un secteur qui est assez ouvert à la collaboration, par rapport à l'industrie financière assez classique où chacun dit : c'est mon client* », ou encore selon FA6 « *tout le monde n'a pas les mêmes objectifs dans ce secteur mais on se rejoint tout de même dans pas mal de points et donc les relations sont très cordiales* ». De plus, les financeurs considèrent tous la collaboration entre acteurs financiers comme un composante importante de leur métier.

Ensuite, l'importance de la dimension humaine dans les relations de collaboration a été mentionnée à de nombreuses reprises. Selon plusieurs financeurs, la collaboration passe par la connaissance de l'autre, l'instauration d'une relation de confiance et des contacts humains privilégiés. Pour FA5 « *c'est un petit monde, tout le monde se connaît et cela aide beaucoup à construire des relations sur le long terme* ». Ce financeur mentionne que la finance alternative reste un milieu assez petit, malgré son évolution ces dernières années, ce qui facilite les relations rapprochées. Pour FA9, la collaboration entre structures de financement « *c'est souvent une question de personnes, par exemple on avait de bons contacts avec une personne de FA6 ou encore une personne chez FA10 était une ancienne collègue* ». Toujours dans cette dimension humaine, plusieurs financeurs ont constaté que le Covid-19 a diminué les échanges. En effet, les échanges virtuels devenus courants constituent un frein à la collaboration, car beaucoup de partenariats se font davantage « *d'humain à humain* » que « *de structure à structure* ».

Le phénomène de concurrence est présent mais cela reste sain selon un avis largement partagé. D'après FA10 « *« Il y a un peu de concurrence mais il y a beaucoup de projets aussi »(...)*« Je ne peux pas dire qu'il y a de la place pour tout le monde mais c'est un peu ça quand même*». Il semble que ce ne soit pas dans les pratiques de ce secteur d'être particulièrement concurrentiel, « *on ne se fait pas la guerre* » nous a dit FA7. Plus encore, un type de relation hybride se situant entre partenaires et concurrents a été mentionné plusieurs fois au cours des entretiens. Selon FA10, « *il y a des dossiers où on est en collaboration avec FA3 et où on va co-financer et il y a d'autres dossiers où on est en concurrence et où on remet une offre concurrente. Tout ça se passe très bien et on se retrouve à la même table dans de nombreux cas* »(...)*« cette concurrence peut même être bénéfique pour le secteur* ». Il semblerait que plusieurs membres de l'échantillon perçoivent ces relations hybrides de manière plutôt positive.*

Concernant les projets plus jeunes et plus risqués, nous avons remarqué lors des entretiens que les financeurs alternatifs préféreraient être plusieurs à co-financer ces projets pour répartir le risque. Cependant, pour les projets moins risqués et ayant un potentiel de croissance, les membres de l'échantillon constatent que la collaboration diminue. En effet selon FA9, « *Si un financeur pense avoir trouvé la poule aux œufs d'or, il n'aura pas spécialement envie de co-financer. Par contre, si le projet est catégorisé en tant que canard boiteux, alors là « répartissons le risque ! »* ». Cette observation amène ce même financeur à la conclusion que : « *les collaborations se font plus pour éviter un risque que pour partager une bonne affaire. C'est un état d'esprit qu'il faut peut-être changer* » (FA9).

Ce constat de priorité donnée à la réduction du risque nous amène à parler de la difficulté des projets jeunes et risqués qui ont énormément de mal à trouver du financement. Selon plusieurs financeurs, c'est aussi pour ce genre de projets que la finance alternative existe car elle est censée répondre aux besoins de financement de projets sociaux non-finançables par le système classique. Selon FA8, « *c'est compliqué pour les entreprises un peu plus jeunes où les garanties ne sont pas super solides, là il y a une frilosité qui se développe de la part des financeurs et on préfère être à plusieurs* ». Il semble aussi y avoir une volonté de certains financeurs de trouver un équilibre entre des projets attractifs et rentables et d'autres plus jeunes et risqués, car ceux-ci ont aussi besoin de financement.

Pour revenir sur la concurrence, certains financeurs considèrent qu'il n'y a aucune raison à une éventuelle concurrence entre financeurs alternatifs car « *le gâteau est énorme* »(...)« *en fait, on a une capacité en termes de liquidité de financement qui est assez petite par rapport à ce gâteau* » (FA8). Ce financeur exprime que le marché des entreprises sociales est de toute façon trop grand pour que les financeurs alternatifs y répondent entièrement. En effet, la capacité actuelle en termes de liquidité de financement des financeurs alternatifs ne semble pas suffisante pour couvrir toute cette demande. Selon FA1, la collaboration doit primer sur la concurrence « *même si on a des offres très similaires* »(...)« *on a besoin d'avoir des acteurs qui font un peu la même chose parce qu'il y a des besoins de financement dans ce secteur et il faut pouvoir y répondre* ».

Plusieurs membres de l'échantillon considèrent aussi que les financeurs alternatifs sont trop méconnus. Selon FA8, « *le vrai problème est surtout que les outils de financement de l'économie sociale sont trop peu connus* »(...)« *l'objectif serait d'augmenter cette connaissance pour les entreprises sociales, pour qu'elles sachent que ce type d'offre de financement est disponible et leur convient* ». L'un des constats tirés au sein des entretiens pour expliquer ce phénomène est un manque de communication à propos de ce que les financeurs alternatifs ont à offrir. En effet, nous ressentons une volonté partagée de se réunir pour augmenter la visibilité de l'offre des financeurs alternatifs. Grâce à ces constats, nous commençons à percevoir une volonté de collaborer assez présente dans ce secteur. Cependant, il n'y pas assez de systématisation de partenariats entre ces acteurs, bien qu'il y ait certaines relations privilégiées. Selon FA3, « *on a intérêt à se renforcer, à faire front commun et à avoir une offre beaucoup plus visible vis-à-vis des entreprises sociales* ».

Enfin, certains membres de l'échantillon perçoivent une méfiance historique entre les acteurs de la finance solidaire et les acteurs de l'impact investing. Cette méfiance pourrait s'expliquer par le fait que certains modèles économiques entre financeurs semblent incompatibles. Cependant, malgré cette barrière, une volonté de dialoguer, d'augmenter sa connaissance de l'autre et de trouver des solutions de collaboration semble se distinguer. Nous exposerons en profondeur les tenants et aboutissants de ce constat au sein de la partie reprenant les points de tension entravant la collaboration des financeurs de notre échantillon.

6.3 Les différents types de collaboration

Au cours des entretiens, nous avons réalisé qu'il existe plusieurs types de collaboration entre acteurs financiers. En effet, bien que le co-financement de projets constitue la première source de collaboration entre les acteurs financiers de l'échantillon, nous avons pu recenser d'autres pratiques faisant, elles-aussi, partie des relations de collaboration entre financeurs alternatifs.

Echange d'informations : Beaucoup de financeurs s'échangent des informations sur certains projets, et réorientent même des projets en demande de financement vers d'autres partenaires financiers qu'ils considèrent comme plus adaptés. En effet selon FA4, « *cela arrive que FA5 nous renvoie des dossiers qu'ils considèrent trop petits pour eux* ». Ce type de collaboration, basée sur la communication et la connaissance des offres de financement des partenaires financiers, bénéficie directement aux entreprises sociales, car elles sont aiguillées vers des financeurs qui semblent plus adaptés à leurs besoins de financement.

Analyse commune de dossiers : L'analyse financière ou extra-financière commune de projets est une pratique de collaboration assez répandue au sein de cet échantillon. Le partage d'analyse de dossiers est aussi considéré comme important. Selon FA10 « *on partage l'analyse d'un dossier avec un partenaire financier si on considère qu'un co-investissement pourrait être bénéfique au projet* »(...)« *cela fait gagner du temps à tout le monde et l'autre investisseur est ravi car une analyse de dossier c'est un mois de boulot* ».

Être une source de deal flow⁴⁷ pour un partenaire financier : Certains financeurs ont des relations parfois « unidirectionnelles », c'est-à-dire qu'un financeur peut être considéré comme un apporteur d'affaires par un autre. Ainsi, FA1 déclare que : « *FA4 est une source de deal flow pour nous, ça arrive souvent qu'on investisse dans des projets où FA4 a déjà participé* ».

Participation aux comités de partenaires financiers : Plusieurs financeurs de l'échantillon font en effet partie des comités (ou autres organes décisionnels) d'autres financeurs de l'échantillon. Selon certains, c'est important car cela constitue un lien puissant entre ces structures.

Organisation d'évènements communs : Cette pratique permet d'atteindre un public plus large. La possibilité de mutualiser des évènements en vue de proposer une image unifiée des financeurs alternatifs profiterait à l'ensemble du secteur en amplifiant la visibilité globale de leurs activités.

Partage d'expertise sur la mesure d'impact social : Nous avons précédemment soulevé que les méthodes de mesure d'impact social variaient en fonction du financeur. Cependant, certains d'entre eux commencent à communiquer et à partager leurs différentes expertises sur ce sujet pour arriver à construire un outil commun.

Accompagnement commun des projets co-financés : Lorsque des financeurs co-financent des projets, leurs différentes expertises peuvent aider les projets à se développer. Dans certains cas, les porteurs de projets peuvent donc tirer avantage à se faire financer par plusieurs acteurs différents. Nous verrons plus tard que la notion de complémentarité entre financeurs semble essentielle à la création de valeur ajoutée pour l'entreprise financée.

6.4 Les points de tension et de blocage entre financeurs alternatifs

Après ces observations sur l'état de la collaboration entre les financeurs de notre échantillon, nous allons aborder les différents points de tension et de blocage qui entravent la collaboration entre ces financeurs. Lors des entretiens, nous avons demandé aux financeurs d'identifier ces critères afin de répondre à la question : « Pourquoi la collaboration est-elle difficile dans certains cas ? ».

Tout d'abord, nous pouvons citer **la concurrence** comme facteur de blocage à une collaboration potentielle. Nous avons mentionné plus haut que la concurrence est une réalité, aussi faible soit-elle dans ce secteur. Selon FA8, elle se renforce en fonction d'un critère en particulier : « *pour les projets super rentables où il n'y a pas de problèmes de risques, les acteurs peuvent être facilement en concurrence* ». Cependant, ce phénomène de concurrence est à nuancer étant donné que les relations entre financeurs sont souvent un mélange entre partenaires et concurrents, tel que nous l'avons défini dans notre analyse théorique sous l'intitulé « phénomène de coopération ».

Ensuite, nous avons constaté un **manque de communication** entre certains financeurs. Cette lacune semble entraîner une méconnaissance des offres de financement proposées par d'autres financeurs alternatifs, ce qui réduit leur chance de collaborer. En effet, lorsque nous avons demandé aux membres de catégoriser leurs relations au sein de notre échantillon, certains financeurs affirmaient connaître le nom de certains membres sans pour autant connaître leurs offres de financement ou leurs différentes

⁴⁷ Le deal flow représente « *le flux d'affaires potentielles d'un fonds d'investissement, comprenant l'intégralité des propositions d'investissements apportées par des relations personnelles, des intermédiaires spécialisés, des évènements, des réseaux affiliés, ou directement par les entrepreneurs eux-mêmes* » (Caillard et al., 2018).

activités. Il semblerait donc que le manque de collaboration ne soit pas uniquement dû à une volonté de ne pas collaborer, mais aussi à la méconnaissance de l'autre. Ce constat apparaît d'ailleurs comme assez paradoxal étant donné que beaucoup de financeurs affirment aussi que le secteur de la finance alternative est « *un petit monde* » et que « *tout le monde se connaît* ».

La longueur du processus de décision d'investissement peut aussi jouer un rôle négatif dans la collaboration entre certains financeurs. En effet, selon FA9 cela peut même impacter négativement les chances de co-financer des projets avec certains acteurs financiers : « *Nous avons une grosse entrave, il s'agit du temps entre la découverte d'un dossier et la décision finale d'investissement pour la bonne et simple raison qu'on a un processus relativement long* »(...)« *cela peut être un handicap pour les financeurs qui n'ont pas la patience de passer par cette manière de fonctionner* ».

Ensuite, nous avons pu aussi constater que **les caractéristiques des offres de financement et les critères de financement de chaque financeur influent directement sur leur collaboration**. En effet, il semble que, lorsque que les financeurs de l'échantillon ne partagent pas certains points communs, les relations de collaboration en résultant peuvent en souffrir. Par exemple, les conditions de financement peuvent être inégales entre financeurs, lorsqu'ils ne sont pas exposés au même risque pour un financement semblable. De plus, si les moyens financiers sont trop inégaux entre financeurs, il peut être difficile de co-financer les mêmes projets. Il en est de même lorsque les projets ciblés diffèrent (types d'entreprises variés, stades de développement différents, etc.). Il semble donc que pour optimiser la collaboration entre financeurs alternatifs, ils doivent partager un certain nombre de points communs. Si ce n'est pas le cas, ils s'exposent au risque de devenir « incompatibles » et de rendre, de facto, leur collaboration difficile. Cependant, cette conclusion n'est pas à considérer de manière générale, car la diversité des membres de l'échantillon a fait naître plusieurs types de collaboration. Il est donc tout à fait possible que certains membres ne semblant pas partager beaucoup de points communs puissent tout de même arriver à collaborer. FA6 nous parlait de sa relation de collaboration avec FA9, en dépit de leurs différences à plusieurs égards : « *Parfois, on n'intervient pas au même moment parce que nous proposons des crédits de type bancaire alors que FA9 est actif dans la prise de parts en capitaux. Mais cela n'empêche pas que certains projets aillent chercher des capitaux chez FA9 puis faire un crédit chez nous. Ce n'est pas réellement de la collaboration directe mais plutôt du co-financement de projets et quelquefois ça peut être sans le savoir* ». Pour FA4, « *si on n'est pas sur la même cible, ça n'empêche pas la collaboration. Par exemple, FA5 nous envoie des projets quand ils sont trop petits pour eux. Il n'y a pas de collaboration opérationnelle mais nous nous entendons bien et nous nous référons des dossiers* ».

Nous pouvons aussi tirer le constat inverse. Effectivement, il semble que le partage de certains critères facilite les relations de collaboration entre financeurs. Selon plusieurs membres de notre échantillon, une complémentarité entre des structures de financement est nécessaire pour pouvoir collaborer. En effet, il semble important de percevoir la valeur ajoutée qu'un partenaire financier apportera dans le cas d'une collaboration. Selon FA3 : « *avec FA7, nous percevons la valeur ajoutée d'un co-financement. Ils apportent du capital et nous de la dette donc nous avons intérêt à travailler avec eux car nous avons des offres complémentaires* ». A l'inverse, FA3 ne perçoit pas la valeur ajoutée à collaborer avec d'autres financeurs proposant un produit financier identique mais au montant plus faible : « *c'est vrai que pour les projets plus petits ça n'a pas de sens de partager le crédit* »(...)« *si ce sont des petits montants par rapport à notre masse à nous, ce n'est pas toujours une plus-value de mettre trop de monde autour de la table* ».

Pour conclure cette section, nous exposerons **les points de blocage existants entre les acteurs de la finance solidaire et ceux de l'impact investing**. Nous avons déjà constaté, grâce au mapping des financeurs alternatifs, un certain clivage entre ces différents acteurs. Plusieurs points de tension ont été identifiés au cours des entretiens. Selon FA7 : « *pour le moment, nous nous positionnons vraiment dans l'économie sociale et il y a vraiment des différences d'approche par rapport aux investissements à impact. Je ne dis pas qu'on ne travaillera jamais ensemble mais la collaboration n'est vraiment pas*

simple ». En effet, la recherche de rendement financier semble rendre la collaboration difficile entre ces différents acteurs, étant donné que l'un des principes de la finance solidaire est de limiter la rémunération du capital. Certains financeurs vont même jusqu'à affirmer « *nous ne faisons pas le même métier* ». De plus, l'influence exercée par les impact investors sur les processus de décision des entreprises financées semble être pointée du doigt par certains financeurs. Selon FA7, certains impact investors « *influencent les processus de décision de l'entreprise pour atteindre leurs objectifs, ces objectifs étant prioritairement le rendement financier et la sortie avec une plus-value* ». Cependant, malgré ces points de tension, nous remarquons aussi une envie de collaborer assez partagée au sein de l'échantillon afin de réunir ces deux types d'acteur. D'ailleurs, certains d'entre eux entretiennent des relations de communication régulières et tentent de s'accorder sur différents points pour co-financer des projets communs.

6.5 Les pistes d'amélioration

Nous allons à présent aborder les pistes d'amélioration proposées par les financeurs de notre échantillon. Nous pouvons aussi mentionner que certains membres ne ressentent pas la nécessité d'améliorer la collaboration entre financeurs alternatifs : certains considèrent l'état actuel de la collaboration au sein de cet écosystème comme tout à fait satisfaisant.

Cependant, nous avons relevé une convergence assez notable de la majorité des membres de l'échantillon vers une piste d'amélioration en particulier : **se positionner ensemble/faire front commun en tant que financeurs alternatifs, afin d'augmenter la visibilité globale de leurs offres et ainsi participer au développement du secteur**. Pour ce faire, plusieurs solutions ont été mises en avant lors des entretiens. Selon FA1, « *il faut développer l'écosystème du monde de l'impact, se structurer pour avoir une offre qui soit claire et lisible pour les entreprises et pour les investisseurs* ». En effet, plusieurs autres financeurs souhaitent développer cet écosystème, comme FA7 pour qui les financeurs alternatifs devraient « *travailler ensemble pour mettre en avant les forces de chacun, les particularités de chacun, afin d'être en vrai partenariat global* ». Certains financeurs vont encore plus loin dans ce raisonnement et mentionnent la possibilité de créer une proposition de valeurs communes entre ces financeurs. Pour FA3, « *La vraie plus-value serait d'avoir un catalogue en partie commun dans le but de faciliter le travail de l'entrepreneur social qui cherche du financement. Pour pouvoir y arriver, il faut qu'il y ait une complémentarité entre les financeurs alternatifs, qu'on ne se marche pas trop les uns sur les autres* ».

Il semble que les solutions apportées par les financeurs alternatifs pour améliorer leur collaboration portent sur les axes de la complémentarité et de la communication. Idéalement, l'objectif poursuivi par certains financeurs alternatifs serait de réussir à se différencier efficacement de la finance classique en mettant en avant les avantages proposés aux entreprises sociales tout en « *proposant des produits financiers faciles et compréhensibles qui permettraient aux entreprises sociales de se dire que ça ne va pas prendre plus de temps ou être plus contraignant qu'avec du financement classique* » (FA8). FA1, quant à lui pense « *qu'essayer d'orienter les investissements et l'épargne vers les financeurs alternatifs peut se faire en collaborant mieux* ».

De plus, FA3 rappelle que les financeurs alternatifs font partie de ce secteur de l'économie sociale et de l'économie à impact qu'ils souhaitent développer et donc que « *c'est aussi important de dire aux entreprises sociales de faire appel aux financeurs alternatifs parce qu'on renforce l'entièreté du secteur* (...) « *si on a envie que les valeurs de la finance alternative perdurent, c'est aussi en nous soutenant car nous sommes aussi des acteurs de ce secteur, nous avons aussi besoin nous d'être mis en avant* ».

À travers ces différentes pistes, nous pouvons déchiffrer l'envie, de la part de certains financeurs alternatifs, de se mettre « en réseau » de manière à se renforcer et se développer. Il semble donc

intéressant de savoir si une initiative correspondant à ces critères existe déjà en Belgique. C'est pourquoi nous allons nous pencher sur Solifin et son réseau au sein de la prochaine partie de ce travail.

6.6 L'exemple concret de Solifin

Solifin est un réseau belge créé en 2019 et destiné à soutenir l'entrepreneuriat à impact. Ce réseau a été créé par sept membres fondateurs, dont six font partie de notre échantillon : il s'agit de *Citizenfund*, *Crédal*, *Lita.co*, *Scale Up*, *SI² Fund*, et *Triodos Bank*. En seulement quelques années, le réseau Solifin « d'acteurs de la finance éthique et durable » s'est fortement développé et compte à présent plus de 25 membres. D'ailleurs, deux autres membres de notre échantillon ont rejoint ce réseau (*Change* et *Phitrust*).

Ce réseau est né pour répondre à deux besoins différents, et Solifin en a directement fait ses deux grandes missions :

- 1) Pour les entrepreneurs sociaux : Faciliter l'accès à l'information et au financement par une meilleure compréhension de la diversité des sources disponibles.
- 2) Pour les financeurs éthiques et durables : Renforcer la collaboration entre ces financeurs actifs en Belgique et promouvoir leurs pratiques auprès de nouveaux financeurs.

En ce qui concerne la première mission, Solifin a mis en place tout un parcours d'accompagnement pour les entrepreneurs sociaux en demande de financement. Tout commence par un premier contact avec le porteur de projet pour vérifier si le projet rentre dans les critères de Solifin. Ensuite, une formation est proposée à l'entrepreneur ; au cours de celle-ci, il s'agira, pour Solifin, d'aider l'entrepreneur à définir le mix de financement idéal adapté à son projet, d'introduire la notion de mesure d'impact et de présenter ses membres et leurs différents instruments financiers. Une fois l'entrepreneur bien préparé, celui-ci fera un « pitch investisseur » faisant figure de répétition générale avant le jour J. La dernière étape est une session de matchmaking (organisée mensuellement) qui permet la rencontre entre les entrepreneurs sociaux ayant bénéficié de l'accompagnement de Solifin et les financeurs éthiques et durables faisant partie du réseau Solifin. A travers ce parcours, Solifin facilite la rencontre entre les entreprises en recherche de financement et les acteurs financiers offrant du financement.

La deuxième mission poursuivie par Solifin s'insérant parfaitement dans le cadre de notre travail, nous avons jugé utile d'avoir un entretien avec Solifin afin de connaître leur avis d'expert sur le sujet de la collaboration. Selon Solifin, l'initiative de ce réseau provient de multiples constats faits par les financeurs alternatifs : « *il y a trop de fonds à impact différents, avec à chaque fois des problématiques de gestion alors qu'on fait face à des problèmes communs* »(...) « *On ne pèse rien par rapport à la finance classique alors pourquoi on ne collabore pas plus ?* ». Pour répondre à ces constats, le premier objectif poursuivi par Solifin était « *d'augmenter la visibilité de ces acteurs financiers* ». Pour ce faire, Solifin a créé une charte composée de quatre principes que les acteurs financiers désireux de rejoindre le réseau s'engagent à respecter.

- Avoir une activité significative en Belgique.
- Être transparent dans leurs pratiques.
- Avoir minimum 50 % d'entreprises à impact dans leur portefeuille.
- Le reste de leur portefeuille doit être certifié comme étant socialement responsable.

Cette charte semble assurer le partage d'un socle de valeurs communes au sein des membres du réseau de Solifin. Qu'en est-il de la collaboration entre ces acteurs financiers appartenant au réseau ? C'est ce que nous avons demandé à Solifin. Premièrement, « *pour les projets financés via Solifin, il doit y avoir au moins la moitié où plusieurs acteurs ont co-financé ces projets* ». De plus, la collaboration au

sein du réseau semble variée : « *il y a plein d'exemple de partage, de due diligence. Une fois que les acteurs commencent à se connaître et ont confiance, ils bossent entre eux* ».

La concurrence est présente dans ce réseau. En effet, certains acteurs financiers sont positionnés de la même manière c'est-à-dire « *sur les mêmes stades de développement, les mêmes montants de tickets et les mêmes projets visés* ». Lorsque des financeurs sont dans cette situation, un phénomène de concurrence se développe, ce que Solifin considère comme tout à fait normal : « *c'est logique, tu as envie des meilleurs projets avec toi, les projets avec le plus d'impact et aussi les plus solides financièrement* ». À l'inverse, même au sein de ce réseau, certains financeurs semblent trop éloignés et peuvent donc devenir incompatibles. Selon Solifin, « *Il y a clairement des acteurs que je n'ai jamais vus collaborer au sein de Solifin, parce qu'ils ne sont pas positionnés de la même manière* »(...)« *certains acteurs ont des modèles économiques et des approches économiques très différentes* ». Ces constats vont d'ailleurs dans le même sens que ceux effectués préalablement par certains financeurs de notre échantillon. Solifin mentionne d'ailleurs également le besoin de complémentarité entre financeurs : « *généralement ce sont des outils différents qui collaborent entre eux mais qui partagent une même approche économique du financement* ».

Certains membres de notre échantillon ont mentionné Solifin et beaucoup d'entre eux considèrent ce réseau comme une initiative prometteuse. Pour FA3 qui mettait en avant la possibilité de créer une proposition de valeurs communes entre financeurs : « *c'est ce que Solifin essaie de faire pour les entrepreneurs sociaux, avoir un catalogue en partie commun* ». La dimension humaine a aussi été relevée comme particulièrement importante dans les relations. Pour FA9 : « *Solifin nous permet d'avoir des relations interpersonnelles fortes car souvent c'est une question de personnes de pouvoir collaborer ou pas. La vision ou la philosophie de chaque financeur peut ne pas cadrer avec d'autres, mais la meilleure chose c'est que les gens se connaissent* ». Solifin est également perçu comme créateur de plus-value, non seulement pour la collaboration entre financeurs, mais aussi pour les porteurs de projets. Selon FA10, « *Solifin c'est très chouette comme initiative. Le matchmaking c'est super efficace et ça permet à tout le monde de gagner du temps. Pour les entrepreneurs, ce n'est pas toujours évident de savoir quelles offres sont à disposition et qui sont les organismes de financement alternatif et Solifin facilite ça* ». Enfin, pour FA1 : « *Solifin permet aux entrepreneurs de ne pas perdre trop de temps, mais aussi nous permet de cibler des projets* ».

7 Discussion des résultats de la collaboration entre financeurs alternatifs

Cette dernière section centrée sur la collaboration entre financeurs alternatifs nous permettra d'établir des liens entre, d'une part, notre analyse théorique et, d'autre part, les résultats que nous avons obtenus lors des entretiens menés avec les membres de notre échantillon. De plus, cette section nous permettra de résumer de façon concise les observations que nous avons pu effectuer lors de la section précédente.

Tout d'abord, l'étude de Koffel et al. (2018) avance que la collaboration entre acteurs financiers commençait dès l'étape de sélection des projets à financer. Nous avons effectivement constaté que la collaboration démarrait à ce stade, particulièrement sous la forme d'échanges d'informations. Les pratiques les plus recensées sont le partage de dossiers d'investissement, le renvoi de certains projets vers d'autres partenaires financiers plus adaptés et la communication entre acteurs financiers en général. L'étude mentionne aussi que l'objectif principal recherché par ces échanges est de « *diminuer le risque lié à l'incertitude* » ; nous avons également pu constater ce phénomène. Les financeurs alternatifs cherchent particulièrement à répartir (et donc réduire) le risque pour les projets jeunes et risqués en les co-finançant. La collaboration sous forme de co-financement semble donc être un moyen de gérer le risque pour ces acteurs financiers. Ensuite, toujours selon cette étude, la précocité de cette collaboration permet qu'elle perdure tout au long de la période d'investissement. Certaines pratiques de collaboration telles que l'analyse commune des dossiers, le partage d'expertise sur certaines matières ou encore l'accompagnement commun des projets co-financés permettent de confirmer les propos tenus au sein de cette étude.

L'étude de Koffel et al. (2018) a aussi mis en avant l'importance de l'aspect relationnel dans la collaboration entre acteurs financiers. Grâce aux entretiens, nous avons pu observer que plusieurs membres de notre échantillon ont tout autant considéré la dimension humaine comme essentielle à l'instauration d'un partenariat sur le long terme. La notion de confiance est également revenue régulièrement et, selon certains membres, la collaboration s'effectue davantage d'humain à humain que de structure à structure. Nous constatons que nos observations vont donc dans le sens de la littérature scientifique.

Ensuite, nous avons pu faire un lien entre la littérature scientifique et nos observations autour du phénomène de coopération. Pour rappel, ce phénomène mis en avant par Nalebuff et Brandenburger en 1997 représente une « *collaboration d'opportunité entre différents acteurs économiques concurrents* ». En effet, plusieurs membres de notre échantillon définissent leurs relations comme partenaires et concurrents. Pour aller plus loin, nous avons évoqué au sein de notre analyse théorique une étude cherchant à savoir si la coopération favorisait le financement de certaines entreprises. Pour rappel, leur hypothèse était la suivante « *la richesse de la diversité de l'offre des produits et services, incluant les moyens de financement, facilite la répartition des risques et de l'incertitude entre les acteurs du secteur financier et, en conséquence, facilite le financement et le développement des PME-ETI* » (Elhadji Issa et al., 2015). Dans ce travail, nous n'avons pas consulté les entreprises en demande de financement, il nous est donc impossible d'apporter une réponse complète à cette hypothèse. Cependant, nous avons pu observer une diversité de l'offre de financement proposée par les financeurs alternatifs ; il semble que cette diversité d'offre accessible aux entreprises sociales augmente grâce à la coopération entre financeurs. C'est le cas du réseau Solifin, dont la mission est d'améliorer la collaboration entre financeurs dans le but de faciliter l'accès à l'information et au financement pour les entreprises sociales. **Il semble donc y avoir une corrélation positive entre la coopération des financeurs et l'accès au financement des entreprises sociales.** De plus, l'idée de « *construire un écosystème ou une plateforme fondée sur le regroupement* » (Elhadji Issa et al., 2015) est présente dans la littérature scientifique et est mise en application en Belgique via le réseau Solifin

que plusieurs financeurs considèrent comme étant une initiative importante, créatrice de valeur ajoutée.

Dans la présentation des résultats sur la collaboration entre financeurs alternatifs, nous avons aussi mentionné l'importance pour les financeurs d'être complémentaires et d'optimiser de la sorte leur collaboration. Ce constat a été fait par plusieurs membres de l'échantillon et se retrouve aussi dans notre analyse théorique. En effet, le choix de co-financer avec un partenaire financier « *s'explique par le fait de trouver des complémentarités avec différents financeurs* » (Koffel et al., 2018). Les différentes compétences et outils de financement chez les financeurs peuvent donc jouer un rôle bénéfique et vont les pousser à collaborer en se créant mutuellement de la valeur ajoutée dont chacun peut bénéficier.

Nous avons donc eu la capacité d'établir des liens entre nos observations et la littérature scientifique consultée sur ce sujet. Cependant, la démarche exploratoire que nous avons utilisée pour ce travail nous a permis d'apporter des éléments de réponses supplémentaires sans lien évident avec notre analyse théorique. Nous avons obtenu ces éléments grâce aux entretiens menés dans le cadre de ce mémoire et nous en avons conclu qu'il serait intéressant pour le lecteur d'en tirer certains enseignements supplémentaires par rapport aux observations déjà reliées à la littérature scientifique. Evidemment, ces constats sont uniquement valables pour l'échantillon que nous avons observé durant ce travail et ne sont en aucun cas généralisables à l'ensemble du secteur du financement des entreprises sociales. Ces enseignements sur la collaboration au sein de notre échantillon sont repris ci-dessous :

- Grâce au mapping des financeurs de notre échantillon, nous constatons qu'une majorité des financeurs collaborent, et ce, à des intensités différentes et de différentes manières.
- Les financeurs ont un avis plutôt positif sur l'état de la collaboration au sein de ce secteur.
- Les financeurs alternatifs ne perçoivent pas toujours leurs relations de la même façon.
- Un clivage semble apparaître entre les financeurs dits « solidaires » et les impact investors.
- Les financeurs adoptant les critères les plus éloignés de l'équilibre entre finance solidaire et impact investing semblent développer moins de relations de collaboration que les autres membres de l'échantillon.
- La collaboration semble s'effectuer davantage dans une optique de partage de risque que de partage « d'une bonne affaire ».
- La diversité des financeurs de l'échantillon entraîne une diversité des types de collaboration.
- Malgré l'écosystème relativement réduit des financeurs alternatifs, une certaine méconnaissance des offres de financement des autres financeurs subsiste.
- Les caractéristiques des offres de financement et les critères de financement de chaque financeur influent directement sur leur collaboration.
- Un savant mélange entre complémentarité, compatibilité, partenariat et concurrence semble nécessaire afin d'optimiser la collaboration entre financeurs alternatifs.
- Nous constatons une volonté de se positionner ensemble/faire front commun en tant que financeurs alternatifs en vue d'augmenter la visibilité globale de l'offre et ainsi participer au développement du secteur.
- Pour beaucoup de financeurs, la vraie plus-value tient dans la proposition de valeurs communes qui suppose une complémentarité entre financeurs alternatifs et qui facilite l'accès au financement des entreprises sociales. Solifin semble en être l'exemple le plus abouti à ce jour.

Au sein de cette discussion des résultats sur la collaboration entre financeurs alternatifs, nous avons exposé les points les plus importants et pertinents que nous avons observés durant notre travail de recherche. Nous nous sommes intéressés à cette collaboration afin de savoir si elle pouvait expliquer le postulat de base et la problématique de ce mémoire, à savoir que trop peu d'entreprises sociales se financent auprès de financeurs alternatifs. Plusieurs éléments de réponses ont été évoqués au cours

de ce travail. Au sein de la prochaine et dernière section de ce travail, nous nous efforcerons de rassembler ces informations afin de formuler notre conclusion pour ce mémoire.

8 Conclusion

Nous avons réalisé ce mémoire en partant d'un postulat : les entreprises sociales ne se financent que trop peu via les organismes de financement qui leur sont dédiés. En effet, selon les chiffres de Financité, il semble y avoir un problème de rencontre entre les besoins de financement des entreprises sociales et l'offre de financement proposée par des institutions financières dites « alternatives ». Afin de tenter d'apporter des éléments de réponse à cette problématique, nous avons fait le choix de nous intéresser à ces institutions en effectuant des recherches sous le prisme de la collaboration entre ces financeurs. Nous avons tenté de savoir si ces financeurs collaboraient entre eux et, le cas échéant, si une amélioration de leur collaboration pouvait avoir un impact positif sur le financement des entreprises sociales.

Pour pouvoir aborder un tel sujet, il était impératif de préciser le contexte théorique dans lequel ce travail de recherche se situait. Nous avons donc commencé par définir ce qu'était une entreprise sociale en prenant en compte différentes définitions de cette notion provenant de plusieurs zones géographiques. Nous nous sommes vite rendu compte que ces définitions variaient et que le cadre utilisé pour définir la notion d'entreprise sociale n'était pas fixe. En recueillant les informations que nous avons jugées pertinentes, nous avons proposé notre propre cadre délimitant les entreprises sociales au sein de ce travail. Pour rappel, ce cadre est composé des entreprises d'économie sociale et des entreprises à impact telles que nous les avons définies dans notre analyse théorique. Nous avons ensuite énoncé les différentes sources de financements auxquelles les entreprises sociales peuvent faire appel. Enfin, nous avons défini la notion de financeur alternatif en utilisant plusieurs concepts théoriques, tels que les niveaux de la finance durable et le spectre d'investissement social. Ces recherches avaient pour objectif de répondre à trois questions simples : « *Qui sont les financeurs alternatifs ?* », « *Qu'ont-ils à proposer pour répondre au besoin de financement des entreprises sociales ?* » et « *Quelles entreprises peuvent-être considérées comme entreprises sociales ?* ». Une fois ces recherches effectuées, nous sommes entré dans la problématique de ce mémoire : la collaboration entre financeurs alternatifs. Ce thème de recherche étant assez novateur, nous avons vite constaté que peu de littérature scientifique était disponible sur ce sujet précis. Nous avons donc décidé d'élargir notre rayon de recherche à la collaboration entre entreprises sociales et entre acteurs financiers classiques afin de trouver des éléments pertinents de manière à formuler nos enseignements et nos attentes de collaboration entre financeurs alternatifs.

Pour collecter des données sur le sujet, nous avons opté pour une démarche exploratoire en réalisant des entretiens au sein d'un échantillon composé de dix financeurs alternatifs. Nous avons deux objectifs lors de ces entretiens : nous voulions connaître leurs offres de financement afin d'établir un panorama de l'offre de financement des financeurs alternatifs actifs en Région wallonne ; et nous voulions analyser leur collaboration afin d'apporter des éléments de réponse à la problématique de ce mémoire.

Les premiers résultats obtenus ont trait à l'offre de financement des acteurs de l'échantillon. Ces résultats nous ont permis de tirer certains enseignements. Le premier d'entre eux est la diversité de l'offre proposée par les financeurs alternatifs. Ceux-ci proposent des solutions de financement à différents types d'entreprises, pour différents montants et via plusieurs outils financiers. Leur approche de financement s'adapte aux besoins des entreprises financées ; les financeurs alternatifs fournissent aussi divers services extra-financiers pour aider les entreprises à se développer. Cependant, cette grande diversité dans l'offre implique que les financeurs eux-mêmes puissent être fort différents, bien qu'ils soient repris au sein du même échantillon. Effectivement, nous avons pu percevoir des différences marquées entre les financeurs solidaires et les impact investors. Les critères de différenciation sont principalement les types d'entreprises financées et les objectifs de rendement espérés par les financeurs. Sans surprise, les financeurs plus « solidaires » soutiennent davantage les

entreprises d'économie sociale, alors que les impact investors se concentrent plus sur les entreprises à impact. De plus, il est dans la nature de la finance solidaire de limiter la rémunération du capital tandis que l'impact investing souhaite allier rendement financier et impact social. Ces différences d'approche entraînent d'ailleurs des conséquences sur leur collaboration.

Les entretiens nous ont aussi permis de collecter de l'information sur la collaboration entre financeurs alternatifs. Nous avons déjà tiré de multiples enseignements au sein de la section *Discussion* de ce mémoire, mais si nous devons en retenir certains, nous mettrions en avant que la collaboration entre ces acteurs est avérée, bien que des points de blocage existent. Effectivement, cette collaboration est fort diversifiée au sein de ce secteur, et le co-financement en est une pratique répandue. Cependant, nous constatons que certains financeurs éprouvent des difficultés majeures à collaborer parce qu'ils ont des modèles économiques et des visions différentes en termes de financement. Une fois de plus, nous parlons des difficultés entre financeurs solidaires et impact investors.

Enfin, n'oublions pas notre problématique initiale. L'objectif à la fin de ce travail de fin d'études était d'apporter des éléments de réponses à la question : « *est-ce que la collaboration entre financeurs alternatifs peut résoudre le problème de rencontre entre les besoins de financement des entreprises sociales et l'offre des financeurs alternatifs ?* ». Il est important de comprendre que les éléments que nous avons apportés au sein de ce travail ne répondent que de manière partielle à cette question : nous n'avons pas le point de vue des entreprises sociales, étant donné que nous nous sommes intéressé uniquement aux institutions financières. Cependant, selon l'avis partagé des membres de notre échantillon, il semble y avoir une corrélation positive entre la collaboration des financeurs et l'accès au financement des entreprises sociales. Cela signifierait qu'une amélioration de la collaboration entre ces financeurs serait susceptible d'aider à résoudre la problématique traitée dans ce mémoire. En effet, selon la grande majorité des financeurs de l'échantillon, le « *vrai problème* » est le manque de connaissance des entreprises sociales pour les outils de financement que les financeurs alternatifs proposent. C'est d'ailleurs pour cela que les pistes d'amélioration proposées par les financeurs ont pour objectif d'augmenter la visibilité de leurs offres. Comme nous l'avons vu, l'idée de proposition de valeurs communes et de création de réseaux de financeurs alternatifs est perçue par les membres de l'échantillon comme une « *vraie solution* ». Le cas de *Solifin*, salué comme une initiative d'avenir, illustre bien ces propos et permettrait, selon certains, de construire des ponts entre les besoins de financement des entreprises sociales et les offres de financement alternatives. De plus, si l'objectif global est de développer le secteur entier de l'économie sociale, il semble important de promouvoir une utilisation éthique et solidaire de l'argent, à l'instar de ce que disait un membre de notre échantillon : « *il est aussi important de dire aux entreprises sociales de faire appel aux financeurs alternatifs car cela renforcera l'entière du secteur* ».

À l'issue de ce mémoire, il apparaît essentiel d'apporter certaines recommandations qui pourraient, selon nous, faire évoluer le financement des entreprises sociales. Lors de nos entretiens, nous avons remarqué que certains financeurs alternatifs n'avaient pas de point de référence ou de point de comparaison avec le secteur de la finance classique. En effet, il semble que pour plusieurs financeurs de l'échantillon, la connaissance des activités et de l'offre de financement des financeurs classiques soit assez faible. À notre sens, il serait utile que les financeurs alternatifs approfondissent cette connaissance, étant donné que leur volonté partagée est de s'en différencier. D'autre part, plusieurs financeurs de l'échantillon souhaitent pouvoir rediriger l'épargne citoyenne vers le financement de projets à impact social. Les pouvoirs publics semblent être l'acteur économique ayant le plus d'influence pour mobiliser l'épargne citoyenne. Il pourrait être opportun d'effectuer « du lobbying », comme le rapportait un membre de notre échantillon, auprès des pouvoirs publics, à cette fin. De plus, la mise en avant de modèles économiques hybrides se situant entre la finance solidaire et l'impact investing pourrait apaiser les tensions qui règnent entre ces deux mondes et permettre leur collaboration. Pour ce faire, chaque acteur financier devrait effectuer des compromis et nous sommes assez optimistes sur les relations futures entre ces deux concepts, étant donné la volonté déjà présente de communiquer, d'échanger et de coopérer.

La standardisation d'outils de mesure d'impact social pourrait aussi être un élément fédérateur entre financeurs alternatifs. Nous avons constaté, au cours de ce mémoire, que chaque acteur financier possède sa propre méthodologie d'évaluation d'impact. Bien que cela comporte des avantages de par la diversité des solutions proposées, cela impacte négativement le partage des données relatives à l'impact produit par les entreprises sociales, étant donné qu'elles sont difficilement comparables.

L'idée de réseau étant appréciée et plébiscitée par les financeurs alternatifs, nous nous demandons pourquoi *Solifin* semble être la seule initiative recensée en Belgique. En effet, la possibilité de créer plusieurs réseaux/écosystèmes collaboratifs regroupant des financeurs alternatifs et des projets à impact sociétal en besoin de financement semble être une solution d'avenir. Nous pourrions même imaginer que ces réseaux se spécialisent, par exemple, en fonction du secteur d'activités des projets. Un *matchmaking* entre ces projets et des financeurs adaptés serait donc effectué grâce à ces différents réseaux spécialisés.

À présent, il est fondamental de mettre en évidence les limites de ce travail. Tout d'abord, il nous faut rappeler que les analyses que nous avons effectuées lors de ce travail reposent sur un échantillon de taille réduite. En effet, notre travail d'analyse étant de nature « qualitative », il nous est impossible de tirer des conclusions générales sur notre sujet. Ensuite, les répondants qui ont participé aux entretiens sont des êtres humains représentant leur institution financière. Il est évident que la subjectivité est inhérente à tout être humain : nous n'excluons donc pas la possibilité d'avoir obtenu des résultats sensiblement différents si nous avions eu d'autres répondants. Cela constitue une autre raison pour laquelle nous ne souhaitons pas tirer de conclusions générales dans ce travail. Enfin, dans l'objectif de pouvoir apporter des éléments de réponses à notre problématique, nous avons fait le choix de nous concentrer sur les financeurs alternatifs. Cependant, étant donné que l'objectif global poursuivi à travers ce travail de recherche est de contribuer à l'amélioration du financement des entreprises sociales, il nous semble indispensable de recueillir le point de vue des autres intéressés : les entreprises sociales elles-mêmes.

Finalement, après avoir effectué ce travail, il nous paraît important de lancer un appel à poursuivre ces recherches. Nous pensons que ce travail peut constituer une base sur laquelle s'appuieraient d'éventuelles recherches supplémentaires et approfondies sur le thème du financement des entreprises sociales en Belgique. Comme nous venons de l'expliquer, il serait très intéressant d'analyser les besoins de financement des entreprises sociales en recueillant directement leurs avis sur le terrain. Cela pourrait, par exemple, prendre la forme d'une analyse quantitative afin de pouvoir mettre en évidence certaines tendances. De plus, établir des points de comparaison entre la finance classique et la finance alternative semble aussi particulièrement intéressant et nécessaire. Ce thème pourrait, lui aussi, à l'avenir faire l'objet d'un travail de recherche supplémentaire. Enfin, étant donné que les résultats de ce travail sont assez vastes, il nous semble tout aussi intéressant de tenter de les approfondir dans le futur.

Nous souhaitons conclure ce travail en exprimant tout notre optimisme pour le futur de ce secteur. Nous sommes convaincu que l'impact généré par les entreprises sociales, couplé à une utilisation alternative de l'argent, ont le potentiel de répondre ensemble aux défis actuels de notre société.

9 Bibliographie

Articles scientifiques

- Barber, B., Morse, A., & Yasuda, A. (2021). Impact investing. *Journal of Financial Economics*, 139(1), 162-185. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2020.07.008>
- Blais, M., & Martineau, S. (2006). L'analyse inductive générale : description d'une démarche visant à donner un sens à des données brutes. *Recherches qualitatives*, 26(2), 1-18. <https://doi.org/10.7202/1085369ar>
- Brandstetter, L., & Lehner, O. M. (2015). Opening the market for impact investments: The need for adapted portfolio tools. *Entrepreneurship Research Journal*, 5(2), 87–107. doi:10.1515/erj-2015-0003
- Dimov, D., & Murray, G. (2007). Determinants of the Incidence and Scale of Seed Capital Investments by Venture Capital Firms. *Small Business Economics*, 30(2), 127-152. <https://doi.org/10.1007/s11187-006-9008-z>
- Elhadji Issa, M., de Serres, A., & Pourchet, A. (2015). Entre compétition et coopération : Le rôle stratégique et social des investisseurs dans la co-construction de l'écosystème du financement des PME-ETI au Québec. *Vie & sciences de l'entreprise*, N° 199(1), 92-113. <https://doi.org/10.3917/vse.199.0092>
- Granovetter M., "The Strength of weak ties". *American Journal of Sociology*, n° 78, 1973, p. 1360-1380.
- Guénard-Malaussène, I. (2019). Les fonds d'impact social : leur rôle et leur efficacité. *Annales des Mines - Réalités industrielles*, Novembre 2019(4), 51-54. <https://doi.org/10.3917/rindu1.194.0051>
- Guézennec C., Malochet G. (2013). *L'impact investing pour financer l'économie sociale et solidaire ? Une comparaison internationale*. Commissariat général à la stratégie et à la prospective.
- Koffel, S., Labbé, J. (2018). Les relations entre investisseurs : un premier pas vers l'innovation. *Congrès RRI, VIII forum de l'innovation, Les nouveaux modes d'organisation des processus d'innovation*, Nîmes, France.
- Miller, D., & Friesen, P. H. (1984). A Longitudinal Study of the Corporate Life Cycle. *Management Science*, 30(10), 1161-1183. <https://doi.org/10.1287/mnsc.30.10.1161>
- N. Berger, A., & F. Udell, G. (1998). The economics of small business finance: The roles of private equity and debt markets in the financial growth cycle. *Journal of Banking and Finance*, 22(6-8), 613-673. [https://doi.org/10.1016/s0378-4266\(98\)00038-7](https://doi.org/10.1016/s0378-4266(98)00038-7)

- Novkovic, S., Miner, K. (2015). « Introduction: Co-operative Governance Fit to Build Resilience in the Face of Complexity » in International Co-operative Alliance (Ed.), *Co-operative Governance Fit to Build Resilience in the Face of Complexity* (pp. 10-21). Brussels: International Co-operative Alliance
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornill, A. (2019). *Research methods for business students*. PEARSON
- Spence, M. (1974). "Competitive and optimal responses to signals: An analysis of efficiency and distribution". *Journal of Economic theory*, 7(3), 296-332.
- Study on Practices and Policies in the Social Enterprise Sector in Europe*, Austrian Institute for SME Research and TSE Entre, Turku School of Economics, Finland Vienna, June 2007, rapport réalisé pour le compte de la Commission européenne
- Thomas, D. R. (2006). A general inductive approach for analyzing qualitative evaluation data. *American Journal of Evaluation*, 27(2), 237-246. <https://doi.org/10.1177/1098214005283748>
- Wilson, K. E., Silva, F., & Ricardson, D. (2015). Social impact investment: Building the evidence base. *SSRN Electronic Journal*. <https://doi.org/10.2139/ssrn.2562082>

Articles en ligne

- Amorçage : définition - Lexique des entreprises*. (2021, 1 juin). <https://infonet.fr>. Consulté le 4 mai 2022, à l'adresse <https://infonet.fr/lexique/definitions/amorçage/>
- Brouster, G. L. (2022, 9 février). *Guide complet du financement d'entreprise*. The Business Plan Shop. <https://www.thebusinessplanshop.com/fr/blog/financement/entreprise>
- Claude, G. (2019, 19 décembre). *Étude empirique : Définitions, méthodes, analyse et exemple*. Scribbr. <https://www.scribbr.fr/methodologie/etude-empirique/#:%7E:text=L'%C3%A9tude%20empirique%20repr%C3%A9sente%20une,ou%20plusieurs%20hypoth%C3%A8ses%20de%20d%C3%A9part>.
- Fassin, B. (2019). *Favoriser le développement des partenariats entre entreprises classiques et sociales*. Ashoka | Everyone a Changemaker. <https://www.ashoka.org/en-be/node/31815>
- Jason Fernando. (2022, 3 avril). *What are retained earnings?* Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/r/retainedearnings.asp>
- Kagan, J. (2020, 1 juin). *Holding period definition*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/h/holdingperiod.asp>
- Kenton, W. (2020, 18 octobre). *What you need to know about sweat equity*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/sweatequity.asp>
- Kopp, C. M. (2022, 24 mai). *Understanding seed capital*. Investopedia. <https://www.investopedia.com/terms/s/seedcapital.asp>

Le crowdfunding. (2021, 19 novembre). Wikifin. https://www.wikifin.be/fr/epargner-et-investir/produits-dinvestissement/le-crowdfunding?gclid=CjwKCAjwve2TBhByEiwAaktM1Beiu6Xv6CfX6W1bSZCCOokotnVmuIGHKZE7U-oETotTrSUK_t2HgRoC4V4QAvD_BwE

Matthew Lynley, U. (2021, août 6). *What's the Difference Between Pre-Seed and Seed Funding Rounds?* Brex. Consulté le 2 mai 2022, à l'adresse <https://www.brex.com/blog/pre-seed-vs-seed-funding-round-what-is-the-difference/>

Pache, A. (2016, 22 mars). *La venture philanthropy est-elle l'avenir de la philanthropie ?* Fondation de France. <https://www.fondationdefrance.org/fr/paroles-d-experts/la-venture-philanthropy-est-elle-l-avenir-de-la-philanthropie>

Qu'entend-on par capital ? (2021, août 3). 1819.brussels. <https://1819.brussels/infotheque/financement-de-lentreprise/quentend-par-capital>

Se financer grâce à l'investissement citoyen | financité. (2021). financite.be. <https://www.financite.be/fr/recherche-de-financement-citoyen>

What you need to know about impact investing. (2020). The GIIN. <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/#what-is-impact-investing>

Rapports

Agnès Hubert & Al. (2010, juillet). *Empowering people, driving change: Social innovation in the european union.* Bureau of European Policy Advisers.

Avisé. (2022). *Centre de ressources sur l'économie sociale et solidaire.*

Brundtland, G. (1987). *Our common future.* Commission mondiale sur l'environnement et le développement de l'ONU.

Cayrol & Al. (2016). *Baromètre des entreprises sociales en belgique.* Académie des Entrepreneurs Sociaux @HEC Liège - Université de Liège.

Cayrol, A., Chambon, A., & Provost, C. (2021) *Rapport sur la finance solidaire.* Réseau Financité
Commission Européenne. (2011, avril). *L'acte pour le marché unique, douze leviers pour stimuler la croissance et renforcer la confiance.*

Commission Européenne. (2011b, octobre). *Initiative pour l'entrepreneuriat social : Construire un écosystème pour promouvoir les entreprises sociales au cœur de l'économie et de l'innovation sociales.*

Commission Européenne. (2021, décembre). *Plan d'action visant à stimuler l'économie sociale et à créer des emplois.*

Detammaecker, A., Gerome, F., Maudet, E., Bernardini, J., & Bornet, A. (2020, septembre). *Je joue collectif pour toutes formes de coopération et de fusion.*

Groupe d'experts de la Commission sur l'entrepreneuriat social (GECES). (2016, octobre). *Faire progresser les entreprises sociales et l'économie sociale*. Commission européenne.

Financité. (2018, décembre). *Financer mon projet grâce à l'investissement citoyen*.

Meadows, Donella H., Meadows, Dennis L., Randers, Jørgen., Behrens III., & William W. (1972). *The limits to growth; a report for the club of Rome's project on the predicament of mankind*. New York : Universe Books.

Mernier A, & Xhaufclair V. (2017). *Les fondations en Belgique*. HEC Liège.

Moreau. C., & Mortier. Q. (2017) *Rapport Secoia : L'économie sociale en pratiques*. CES Université de Liège – SAW-B – Ciriec

Rangan, V., Appleby, S., & Moon, L. (2012, juillet). *The promise of impact investing*. Harvard Business School.

Ouvrages

Blank, S. (2020). *The Four Steps to the Epiphany: Successful Strategies for Products that Win* (1^{re} éd.). Wiley.

Brandenburger, A. M., & Nalebuff, B. J. (1997). *Co-Opétition* (1^{re} éd.). Currency Doubleday.

Caillard, J., Paris, T., Dufourcq, N., & Niel, X. (2018). *La fabrique des start-up : Maîtriser les clés du nouvel entrepreneuriat (VILLAGE MONDIAL) (french edition)* (1^{re} éd.). Pearson.

Hill, J. (2020). *Environmental, social, and governance (ESG) investing: A balanced analysis of the theory and practice of a sustainable portfolio* (1^{re} éd.). Academic Press.

Organisation for Economic Co-operation and Develop, OECD. (2008). *Eurostat-OECD Manual on Business Demography Statistics*. OECD Publishing.

Raworth, K. (2018). *Doughnut economics: Seven ways to think like a 21st-Century economist* (Illustrated éd.). Chelsea Green Publishing.

Schoenmaker, D., & Schramade, W. (2019). *Principles of sustainable finance* (Illustrated éd.). Oxford University Press.

Young, D. R. (2017). *Financing nonprofits and other social enterprises: A benefits approach*. Edward Elgar Pub.

Textes législatifs

Code de droit économique du 28 février 2013

Code des sociétés et des associations du 23 mars 2019

Sites internet

Avance à terme fixe pour le financement de la croissance. (2018, 11 juin). guichet.public.lu.

[https://guichet.public.lu/fr/entreprises/financement-aides/financement/croissance/avance-atermefixe.html#:~:text=Une%20avance%20%C3%A0%20terme%20fixe%20\(ATF\)%20est%20une%20forme%20de,avance%20pour%20toute%20la%20dur%C3%A9e.](https://guichet.public.lu/fr/entreprises/financement-aides/financement/croissance/avance-atermefixe.html#:~:text=Une%20avance%20%C3%A0%20terme%20fixe%20(ATF)%20est%20une%20forme%20de,avance%20pour%20toute%20la%20dur%C3%A9e.)

Borne, M. L. (2007, 13 février). *Portail du droit en belgique : Actualites juridiques belges.* Droit Belge . Net - Maxime Le Borne.

http://www.droitbelge.be/news_detail.asp?id=379#:~:text=Les%20emprunts%20subordonn%C3%A9s%20sont%20des,provisions%20et%20des%20imp%C3%B4ts%20diff%C3%A9renci%C3%A9s.

Crédit de fonds de roulement. (2021, août 9). BDC.ca. <https://www.bdc.ca/fr/articles-outils/boite-outils-entrepreneur/gabarits-documents-guides-affaires/glossaire/credit-de-fonds-de-roulement#:~:text=Un%20cr%C3%A9dit%20de%20fonds%20de%20roulement%20est%20utilis%C3%A9%20pour%20financer,les%20salaires%20et%20autres%20activit%C3%A9s.>

Crédit de trésorerie : Qu'est-ce que c'est ? (2020, 20 novembre). <https://fiches-pratiques.chefdentreprise.com/>. <https://fiches-pratiques.chefdentreprise.com/Thematique/creation-entreprise-reprise-1049/FichePratique/Credit-de-tresorerie-qu-est-ce-que-c-est--354247.htm#:~:text=cr%C3%A9dit%20de%20tr%C3%A9sorerie%20%3F->

Crédit d'investissement - définition - lexique banques en ligne - BoursedesCrédits. (2014). boursedescredits.com. <https://www.boursedescredits.com/lexique-definition-credit-investissement-1334.php>

Crowdlending belgique. (2016). ECCO NOVA. <https://www.econova.com/fr/crowdlending-belgique-1/index.html>

Dette convertible. (2021, août 9). BDC.ca. <https://www.bdc.ca/fr/articles-outils/boite-outils-entrepreneur/gabarits-documents-guides-affaires/glossaire/dette-convertible.>

Economie Sociale. (2020, 26 novembre). *Définition.* Consulté le 18 avril 2022, à l'adresse <https://economiesociale.be/decouvrir/definition>

Economie Sociale. (2022, 11 avril). *Financement.* <https://economiesociale.be/entreprendre/financement>

Fassi, N. (2019, août 30). *Définition crédit classique.* Rachatducredit.com. <https://www.rachatducredit.com/definition-credit-classique-7878.html>

Les crédits, source de financement de votre entreprise. (2021, 3 décembre). 1819.brussels.

<https://1819.brussels/infotheque/financement-de-lentreprise/les-credits-source-de-financement-de-votre-entreprise>

Quelles sont les différentes sources de financement pour une association ? (2021, 3 décembre).

1819.brussels. <https://1819.brussels/infotheque/financement-de-lentreprise/quelles-sont-les-differentes-sources-de-financement-pour-une>

Qu'est-ce qu'un emprunt obligataire ? (2017, 2 mai). investbook.fr.

<https://www.investbook.fr/blog/financement-entreprises/emprunt-obligataire>

Step Entreprendre. (2020, 25 novembre). *Économie sociale*. Consulté le 18 avril 2022, à l'adresse

<https://www.stepentreprendre.be/economie-sociale/>

10 Annexes

1. Agrément CNC	86
2. Les différents types de dettes	87
3. Investissement socialement responsable	89
4. Guide d'entretien	90
5. Modèle vierge de fiche technique	92

1. Agrément CNC

Source : Reproduit de *Agrément des sociétés coopératives / SPF économie*. (2022). SPF économie. Consulté le 5 mai 2022, à l'adresse <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/creer-une-entreprise/demarches-pour-creer-une/formes-de-societes/societes-cooperatives/agrement-des-societes>

« Les sociétés coopératives peuvent obtenir un agrément de la part du ministre de l'Economie et devenir ainsi membre de l'assemblée générale du Conseil national de la Coopération, de l'Entrepreneuriat social et de l'entreprise Agricole. L'agrément garantit que les sociétés coopératives concernées fonctionnent dans le respect des valeurs et principes coopératifs »

« Les sociétés coopératives agréées sont, par nature, les promotrices d'un entrepreneuriat socialement responsable, fondé sur la solidarité et sur des valeurs partagées. Créer une société coopérative, c'est avant tout une manière d'entreprendre autrement en respectant notamment les principes suivant » :

- « La libre entrée pour de nouveaux associés ».
- « L'absence d'associé dominant » : « Toutes les sociétés coopératives agréées ne sont pas fondées sur le principe absolu « un homme, une voix ». Cependant, tous les statuts des sociétés coopératives agréées comportent des règles limitant le rôle prépondérant qu'un associé pourrait jouer dans les décisions de l'assemblée générale. Cette disposition accroît l'engagement des associés dans leur société ».
- « L'absence de but spéculatif » : « En investissant dans une société coopérative agréée, le coopérateur se voit attribuer, chaque année, une rémunération modérée de sa mise. Il pourra également bénéficier d'un avantage économique ou social dans la satisfaction de ses besoins professionnels ou privés, consistant le cas échéant en l'attribution de ristournes résultant de son activité avec la société. Le coopérateur n'adhère pas par esprit de lucre mais souhaite apporter son aide à un projet qui dépasse ses seuls intérêts. La forme coopérative permet à ses associés de développer un autre rapport avec la société que celui de simple investisseur : les associés des sociétés coopératives agréées ont en général une autre qualité qui est liée à l'objet social de la société coopérative ».

2. Les différents types de dettes

Les besoins de financement

- **Crédit d'investissement** : « Le crédit d'investissement est un crédit affecté, accordé par une banque à une entreprise, pour un usage bien défini. Il s'agit, pour l'entreprise, d'investir dans son outil de travail, soit par renouvellement du matériel obsolète, soit par acquisition de nouveau matériel destiné à ses lignes de production, par exemple pour fabriquer un nouveau produit, ou pour accélérer la cadence d'une chaîne automatique. Le but de l'entreprise est d'améliorer sa performance, donc sa pérennité » (*Crédit d'investissement - définition - lexicque banques en ligne - BoursesdesCrédits, 2014*).
- **Crédit de trésorerie** : « Le crédit de trésorerie est une sorte de crédit à court terme qui est accordé essentiellement aux entreprises plutôt qu'aux particuliers. Les établissements bancaires exigent généralement que leur client commercial procure en échange de liquidités une forme de garantie. Le crédit de trésorerie est une solution de financement à court terme dont un client professionnel peut disposer pour permettre le fonctionnement de son entreprise. Ainsi, si le client ne détient pas de fonds suffisants sur son compte, il peut se servir du crédit de trésorerie dans sa stratégie d'entreprise afin de mener des opérations bancaires courantes, et ce, jusqu'à la limite de son crédit » (*Crédit de trésorerie : Qu'est-ce que c'est ?*, 2020).
- **Crédit de fonds de roulement** : « Un crédit de fonds de roulement est utilisé pour financer les activités courantes d'une entreprise comme les ventes et le marketing, le développement de produits, les salaires et autres activités. Ce type de financement à court terme aide les entreprises à combler les écarts de financement par exemple, entre la perception des comptes débiteurs et les paiements des comptes créditeurs. Il s'agit de prêts à vue, ce qui signifie que le prêteur peut exiger un remboursement à tout moment » (*Crédit de fonds de roulement*, 2021).

Les formes techniques

- **La dette subordonnée** : « Les emprunts subordonnés sont des dettes à plus d'un an qui, dans le plan comptable, sont classées au sommet des dettes, immédiatement sous les rubriques des fonds propres, des provisions et des impôts différés. »(...)« La subordination de ces dettes consiste en ce que leur remboursement est conventionnellement soumis au paiement préalable de toutes les autres dettes du bilan. En ce sens, l'emprunt subordonné participe au risque social plus que les autres dettes. C'est pourquoi les emprunts subordonnés sont parfois présentés comme constituant des quasi-fonds propres » (Borne, 2007).
- **La dette obligataire** : « Un emprunt obligataire est une dette émise par une personne morale (une entreprise privée, une société publique, un Etat ou une collectivité publique) pour se financer auprès d'investisseurs, appelés les obligataires. Les obligations sont des titres financiers assimilables à une dette pour l'entreprise qui émet les titres. Lors d'un emprunt obligataire, l'émetteur et le souscripteur signent un contrat obligataire pour formaliser le prêt qui fixe notamment la maturité et le taux d'intérêt. En somme, l'emprunt obligataire est une source de financement par émission de titres qui permet à toute entreprise de financer tout type de besoin à plus ou moins long terme » (*Qu'est-ce qu'un emprunt obligataire ?*, 2017).
- **La dette classique** : « Un crédit classique est un prêt amortissable à taux fixe distribué par les établissements de crédit et banques de détail » (Fassi, 2019). Il s'agit d'un type de crédit très répandu qui peut prendre la forme d'un prêt immobilier, d'un prêt à la consommation, d'un, etc. Ce type de dette peut financer des investissements, des besoins de trésorerie ou encore des besoins en fonds de roulement.
- **Avance à terme fixe (ou straight loan)** : « Une avance à terme fixe (ATF) est une forme de crédit à court terme qui permet à la banque de mettre à disposition de l'entreprise une avance

fixe d'un montant déterminé, pour une durée déterminée (qui ne peut pas être modifiée) et à un taux d'intérêt fixe convenu à l'avance pour toute la durée. Il s'agit d'un crédit de trésorerie, comme le crédit de caisse par exemple » (*Avance à terme fixe pour le financement de la croissance*, 2018).

- **La dette convertible** : « Une dette convertible permet à une entreprise d'emprunter de l'argent d'un prêteur avec une entente commune initiale de rembourser la totalité (ou une partie) du prêt en le convertissant en un certain nombre d'actions ordinaires à un moment éventuel donné. L'accord de prêt précise les modalités de remboursement, notamment les délais et le prix par action pour la conversion ainsi que le taux d'intérêt à payer jusqu'à la conversion. Le prêteur peut choisir de convertir le prêt en actions selon les «privilèges de conversion» énoncés dans l'accord. Parfois, l'accord comprend aussi une «option remboursable» qui permet à l'emprunteur de forcer la conversion lorsque la valeur de ses actions atteint un certain seuil pour un certain temps » (*Dette convertible*, 2021).

3. Investissement socialement responsable

Source : Reproduit de *Investissement durable (ISR) | financité*. (2020). financite.be.
<https://www.financite.be/fr/article/investissement-durable-isr> et de Provost, C., Bayot, B.,
Krisch, J., & Paternotte, V. (2020, juillet). *Synthèse du rapport ISR 2020*. Réseau Financité.
<https://www.financite.be/fr/reference/linvestissement-socialement-responsable-2020-synthese>

« L'investissement socialement responsable (ISR) est un investissement à part : contrairement à un investissement classique, il ne répond pas uniquement à des critères financiers, mais également à des préoccupations sociales, éthiques et environnementales. En permettant à l'investisseur qui le souhaite de placer son argent de manière responsable, l'ISR répond à un des enjeux majeurs d'une société qui va devoir changer ses modes de fonctionnement et de consommation. Le marché de l'ISR est composé de produits variés, tels que les fonds de placement ou les comptes d'épargne. Pour continuer à grandir, l'ISR devra toutefois être mieux défini et encadré ».

En Belgique, le marché de l'ISR (son encours total) s'élève fin 2019 à 59,94 milliards d'euros, ce qui représente 8,5 % de parts de marché, dont 2,57 milliards sont sur des comptes d'épargne et 52,49 milliards sont placés dans des fonds. Selon Financité, l'évaluation de la qualité extra-financière des fonds ISR en Belgique reste faible (score de 7,1/100 au 31/12/2019, via méthode d'évaluation de Financité). Ce marché est en constante évolution, et ce, depuis plusieurs années.

4. Guide d'entretien

Introduction

Présentation du répondant.

Présentation du financeur alternatif (représenté par le répondant).

Partie offre de financement

Quels sont les outils financiers à votre disposition pour financer les projets ?

- ⇒ Prêt : Quel est le montant moyen par intervention ? Comment déterminez-vous le taux d'intérêt appliqué ? Quelle est l'échéance moyenne ?
- ⇒ Capital : Quel est votre pourcentage de participation moyen ? Est-ce que vous prenez des participations de plus de 50 % ? Etes-vous fort impliqué dans la gestion de l'entreprise de laquelle vous êtes actionnaire ? Comment se passent vos sorties en capital et quel est votre horizon de sortie moyen ?
- ⇒ Proportion Prêt/Capital : Quel outil financier utilisez-vous le plus ? Pourquoi ?
- ⇒ Intervenez-vous en prêt et en capital dans le même projet ?
- ⇒ Critères d'investissements : Quelles sont les caractéristiques qu'une entreprise doit posséder pour espérer un financement de votre part (critères financiers et extra-financiers) ?
- ⇒ Quelles sont vos attentes de rendement ?
- ⇒ Comment gérez-vous le risque auquel vous êtes exposé en finançant des projets ?
- ⇒ Combien de projets financez-vous par an en moyenne ? Combien depuis la création ? Quels sont les montants investis par an moyenne ? Combien depuis la création ?
- ⇒ Stade de projets financés : seed, start-up, scale-up ?
- ⇒ Taille des projets financés : TPE, PME, Grosses entreprises ?
- ⇒ Type d'entreprises financées : ASBL, Coopératives, SPRL, SA, fondations, autres ?
- ⇒ Services extra-financiers : Proposez-vous un accompagnement ou mise en réseau ou coaching aux projets financés ? Si oui, comment ?

Quel est votre modèle économique ? Quelles sont vos sources de financement ?

Partie collaboration entre financeurs alternatifs

*(*Partage d'écran afin de montrer l'échantillon de financeurs alternatifs au répondant)*

Parmi ces financeurs, pouvez-vous catégoriser les relations de collaboration ou autres relations que vous avez avec chaque membre de l'échantillon ?

- ⇒ Partenaire régulier ?
- ⇒ Partenaire occasionnel ?
- ⇒ Co-financement sans collaboration ?
- ⇒ Collaboration sans co-financement ?
- ⇒ Pas de collaboration ?

Quel est votre constat sur la collaboration entre financeurs alternatifs en Région wallonne ?

Avez-vous des exemples de dossiers d'investissement et/ou de projets sur lesquels vous avez collaboré avec d'autres financeurs de l'échantillon ?

Selon-vous, à part le co-financement, y a-t-il d'autres formes de collaboration entre financeurs ?

Selon vous, y a-t-il des critères qui rendent la collaboration avec d'autres financeurs alternatifs difficile ? Lesquels ?

Devrait-on améliorer la collaboration entre financeurs ? Si oui, comment ? Avez-vous des pistes d'amélioration ?

**Questions spécifiques aux membres de SOLIFIN : Pourquoi faire partie de ce réseau ? Quels avantages ? Quelles opportunités ? Quel impact ?*

5. Modèle vierge de fiche technique

Dénomination	
Forme juridique	
Date de création	
Type de financeur	
Taille du portefeuille	

OFFRE DE FINANCEMENT

Outil financier	
Caractéristiques	<u>Dette</u> : <u>Capital</u> :
Proportion des outils financiers	
Critères d'investissement	<u>Critères financiers</u> : <u>Critères extra-financiers</u> :
Gestion du risque	Full risk/garanties
Nombre de projets financés	<u>Depuis création</u> : <u>Moyenne annuelle</u> ou <u>En 2021</u> :
Montants investis	<u>Montant moyen par année</u> ou <u>En 2021</u> : <u>Montant total depuis création</u> : <u>Fourchette</u> : montant min et max
Stade des projets financés	Seed / Start-up / Scale-up
Taille des projets financés	TPE / PME / Grosses entreprises
Type des projets financés	Entreprises d'économie sociale / Entreprises à impact ⇒ Types de formes juridiques
Secteurs d'activité des projets financés	
Accompagnement & services extra-financiers	

Mode de rémunération	
Sources de financement	

Executive summary

When we see the social and environmental challenges our society is currently facing, social enterprises seem to emerge as a potential response to be explored. Indeed, these organizations are attracting increasing interest from the many economic players. In order to facilitate their development, these companies need to be financed. The question that needs to be answered is, “*How do we finance these companies?*”, but above all “*are there financial actors whose main goal is to finance these social enterprises?*”. In Belgium, these so-called “*alternative funders*” exist but participate only in a tiny part of the financing of social enterprises. In this thesis, our objective is to understand why by focusing on these alternative funders active in the Walloon Region.

During this work, we had the opportunity to perform interviews with several financial actors corresponding to the term of “*alternative funder*”. Thanks to their expert opinions, we have been able to compile interesting data which will help us throughout this thesis.

The first analysis we will perform is a description of the financing offer of alternative funders active in the Walloon Region. In this section, our objective will be to present each funder with datasheets to describe their funding offer according to certain criteria. These datasheets will then be used in order to construct a comparative table through which we will be able to draw lessons on the various financing offers from the members of our sample.

After that, we will be able to analyse the collaborative relationships between these funders in order to identify potential points of tension that hinder their collaboration. The final objective of this second analysis will be to determine whether collaboration between alternative funders can have a positive impact on the financing of social enterprises.

At the end of this work, we want to provide answers and recommendations on the collaboration between these financial actors that will, we hope, help to improve the financing of social enterprises in the Walloon Region.

Keywords : *Social economy, Impact investing, Social enterprises, Sustainable finance, Financing, Cooperation, Collaboration, Alternative funder, Walloon Region.*

Word count : 37.072 words