
Comment l'investisseur à impact peut-il se protéger du risque de mission drift dans l'entreprise sociale ?

Auteur : Secat, Déborah

Promoteur(s) : Xhaufclair, Virginie

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

Diplôme : Master en sciences de gestion, à finalité spécialisée en droit

Année académique : 2023-2024

URI/URL : <http://hdl.handle.net/2268.2/21113>

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.

COMMENT L'INVESTISSEUR À IMPACT PEUT-IL SE PROTÉGER DU RISQUE DE MISSION DRIFT DANS L'ENTREPRISE SOCIALE ?

Jury :
Promoteur :
Virginie XHAUFLAIR
Lecteur :
Sabine GARROY

Mémoire présenté par
Déborah SECAT
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de gestion, à finalité
spécialisée en droit
Année académique 2023/2024

REMERCIEMENTS

Je souhaite commencer par remercier mon jury pour son accompagnement, ses recommandations et sa disponibilité. Plus particulièrement, je remercie ma promotrice, Madame Xhauflair, pour cette proposition de sujet, plus qu'intéressant, et pour les pistes de recherches qu'elle m'a conseillées. Merci aussi à ma première lectrice, Madame Garroy, pour les ouvertures juridiques qu'elle m'a soufflées.

Ma reconnaissance s'adresse également aux intervenants qui ont pris le temps de répondre à mes questions et d'agrémenter ma recherche. Merci à Florent Scattareggia, Alain Boribon, Olivier Van Cauwelaert, Isabelle Philippe, Thomas Rulmont, Philippe Herbiet et Yonka Braeckman pour la passion et la gentillesse que vous m'avez démontrées.

Finalement, je tiens à remercier ma famille pour son soutien, ma maman pour sa relecture attentive, mon papa pour l'intérêt qu'il a porté à mon travail et ma sœur pour ses précieux conseils.

« Réussir sans faire le bien, c'est perdre. » (Orelsan – Civilisation, 2021)

RÉSUMÉ - ABSTRACT

L'importance croissante des entreprises sociales en Europe et en Belgique nous pousse à nous intéresser à leur rôle hybride. Bien qu'il n'existe pas de définition légale stricte pour ces entreprises en Belgique, nous les reconnaissons par la combinaison d'objectifs financiers et sociaux. Les entreprises sociales se caractérisent par leur mission sociale, leur gouvernance inclusive et la diversité de leurs ressources.

Notre travail met l'accent sur les défis financiers auxquels ces entreprises font face, plus particulièrement sur le risque de "mission drift". La notion de dérive de mission décrit le cas où une entreprise s'éloigne de son objectif social en poursuivant des gains financiers.

Notre travail propose une approche transversale de la question. Nous explorons la façon dont les investisseurs à impact peuvent minimiser ce risque, en utilisant des outils spécifiques à chacune des étapes du cycle d'investissement. Les méthodes utilisées par les investisseurs à impact sont envisagées et leur efficacité est étudiée. Nous citons par exemple les processus de sélection, les pactes d'actionnaires et conventions de prêt ou les options de sortie.

Enfin, nous discutons de la difficulté à mesurer l'impact social et des stratégies pour assurer le suivi de la mission sociale tout au long du processus d'investissement.

Nombre de caractères : 101.354

The growing importance of social enterprises in Europe and Belgium drives us to focus on their hybrid role. Although there is no strict legal definition for these enterprises in Belgium, we recognize them thanks to their combination of financial and social objectives. Social enterprises are characterized by their social mission, inclusive governance, and resource diversity.

Our work emphasizes the financial challenges these enterprises face, and more particularly the risk of "mission drift." Mission drift refers to the situation where an enterprise deviates from its social objective in pursuit of financial gains.

Our work proposes a cross-cutting approach to this issue. We explore how impact investors can minimize this risk by using specific tools at each stage of the investment cycle. The methods used by impact investors are considered, and their effectiveness is examined. For example, we discuss selection processes, shareholder agreements and loan contracts, and exit options.

Finally, we address the difficulty of measuring social impact and the strategies to ensure the follow-up of the social mission throughout the investment process.

Characters count : 101.354

TABLE DES MATIÈRES

REMERCIEMENTS.....	I
Résumé - Abstract	II
INTRODUCTION	1
I. Intérêt du travail en gestion et en droit	2
II. Plan.....	2
PARTIE 1 : Comprendre les concepts.....	4
I. Entreprise sociale	4
1. Diversité des entreprises sociales.....	4
a. Définition	4
b. Évolution des indicateurs.....	4
c. Pratiques.....	4
d. Diversité juridique	5
II. Mission drift.....	6
1. Définition	6
2. Raison d'être.....	7
a. Hybridité	7
3. Assurer son contrôle en général.....	8
a. Contrôle externe.....	8
b. Structure organisationnelle	8
c. Interactions avec les parties prenantes.....	10
III. Investissement à impact.....	10
a. Notion d'investissement.....	10
b. Caractéristiques principales de l'impact.....	11
c. Pluralité d'investissements.....	12
1. Processus d'investissement.....	13
a. Opportunités d'investissement	13
b. Modalités de l'investissement.....	13
c. Suivi de l'impact	13
d. Sortie	14
IV. Synthèse	14
PARTIE 2 : L'influence réelle de l'investisseur sur le mission drift.....	15
I. Méthodologie	15
1. Littérature.....	15
2. Recherche	15

II. Résultats et discussion.....	16
1. Identifier les projets dans lesquels investir	16
a. Attention à l'impact.....	17
2. Considérer les potentiels investissements	18
a. Attention au mission drift.....	18
b. Diversité des méthodes	20
c. Comparaison avec les agréments	21
3. Négocier les modalités	23
a. Forme de l'investissement.....	23
b. Comparaison de la force juridique	24
c. Préférence des investisseurs	26
4. Appréhender la mesure de l'impact.....	27
a. Valeur sociale.....	27
b. Approches dans la littérature	27
c. Méthodes des investisseurs rencontrés	28
5. Assurer le suivi.....	29
a. Suivi de l'impact	29
b. Accompagnement des entreprises.....	29
6. Organiser la sortie	31
a. Clause prévue	31
a. Terme de la convention de prêt.....	32
b. Transfert de titres	33
c. Comparaison à la littérature	34
7. Synthèse	35
CONCLUSION	36
I. Avis général	37
II. Limites	38
RÉFÉRENCES	39
En gestion	39
En droit	44
Législation.....	44
Jurisprudence	45
Doctrines	45
ANNEXES.....	47
Annexe 1 : Liste des abréviations	47
Annexe 2 : Guide d'entretien.....	49

Annexe 3 : Rencontres.....	52
Annexe 4 : Transcription des interviews (Confidentiel).....	56
Interview de Florent Scattareggia.....	56
Interview de Alain Boribon.....	65
Interview de Olivier Van Cauwelaert.....	76
Interview de Isabelle Philippe	86
Interview de Thomas Rulmont	100
Interview de Philippe Herbiet.....	110
Échanges de mails avec Yonka Braeckman.....	117

INTRODUCTION

Lors de leur conférence du 12 février 2024, les ministres européens présents ont réaffirmé l'importance de l'économie sociale (Catinat & Sibille, 2024). Il a ainsi été mentionné que l'impact social qu'elle générerait était un moteur pour l'avenir et une solution aux problématiques humaines et environnementales actuelles. Quelques années auparavant, Noguès (2019) et Emerson (2017) constataient déjà la nécessité de renforcer le rôle bénéfique des entreprises sociales pour compenser l'insuffisance de la philanthropie et de l'action publique.

L'entreprise sociale, bien qu'elle n'ait pas de définition légale en Belgique¹, est une entreprise dite hybride (Huybrechts et al., 2020). En effet, elle a pour but de générer un impact positif sur l'environnement ou la société, en plus d'un but traditionnel de lucre (Ometto et al., 2019). Alors que les économistes libéraux nient la possibilité de poursuivre des objectifs financiers et non-financiers (Viviani, 2018), Barman (2016) et Wilson (2016) notent qu'il est possible d'agir dans l'intérêt général et de faire du profit. Ceci a ensuite été confirmé par Grimes et al. (2019, 2020) et Varendh-Mansson et al. (2020). Bugg-Levine & Emerson (2011) affirment d'ailleurs que c'est la diversité de la nature humaine qui justifie que toutes les organisations se composent d'éléments financiers, sociaux et environnementaux à différentes échelles. La pluralité des dynamiques au sein d'une entreprise hybride entraîne une certaine fragilité de l'équilibre entre elles (Lahaye & Janssen, 2016). Lorsque l'entreprise sociale prend des décisions et agit de façon incohérente par rapport à sa mission déclarée, nous parlons de dérive de mission (Klein et al., 2021).

Bien qu'il permette le développement de l'entreprise sociale, le financement reste un des défis majeurs des organisations hybrides (Commission Européenne, 2020, Melka & Picard, 2021). Néanmoins, l'utilisation des marchés financiers pour s'attaquer aux problèmes sociaux et environnementaux gagne en popularité (Burnier et al., 2022). Désormais, la pratique de la finance durable permet d'englober l'investissement à impact ainsi que d'autres concepts connexes (Hockerts et al., 2022).

Le Global Impact Investing Network (GIIN) définit l'investissement à impact comme celui qui est fait avec l'intention de produire un impact positif en plus du rendement financier (GIIN, 2023). L'investissement à impact finance donc des activités éthiques et durables, ce qui permet d'orienter les décisions de l'entreprise (Melka & Picard, 2021).

Notons que certains auteurs, comme Bildner (2023), considèrent toujours qu'il est impossible de combiner les deux approches opposées que l'investissement à impact concilie. Les sceptiques diront que l'investissement permet soit de produire un impact, soit de procurer un retour financier ; les deux étant mutuellement exclusifs.

Considérant que le rendement et l'impact sont possibles grâce au même investissement, nous pouvons nous poser la question : **l'investisseur à impact peut-il se protéger du risque de mission drift dans l'entreprise sociale ?** Autrement dit, a-t-il une certaine influence sur l'entreprise sociale pour s'assurer qu'elle ne dévie pas de son action sociale ou environnementale ?

Notre travail va s'intéresser à identifier les techniques mises en place par les investisseurs pour se prémunir du risque de mission drift. Nous allons ainsi comparer ce qui est effectivement mis en place par l'investisseur à ce que la littérature avance.

¹ GARROY, S., « Contribution à l'étude du régime de fiscalité directe des entreprises sociales en Belgique : Une illustration des interactions entre le droit fiscal et le droit des personnes morales », *Collection Normes*, 4, Liège, Presses Universitaires de Liège, 2023, p. 55

La majorité des auteurs actuels étudient les moyens d'action sur la mission et le processus d'investissement comme des actes distincts. En effet, nous pouvons remarquer que les auteurs spécialisés dans un sujet n'écrivent pas sur l'autre.

Notre recherche exploratoire a donc pour but de mettre en relation les deux concepts. Nous allons ainsi spécifier les outils que l'investisseur à impact met en œuvre à chacune de ses étapes d'investissement pour appuyer le maintien de la mission sociale des entreprises dans lesquelles il investit.

Ce travail a été rédigé dans un cadre relativement restreint. Concrètement, nous nous sommes limitée à rencontrer des investisseurs à impact. De plus, nous n'avons considéré que les investissements réalisés au profit de sociétés à responsabilité limitée (ci-après, SRL). Nous avons donc réduit le type d'entreprises sociales bénéficiant de l'investissement. En effet, et nous le développerons plus loin, telle qu'elle est définie aujourd'hui, l'entreprise sociale peut en réalité prendre différentes formes juridiques.

En revanche, notre travail ne limite pas la forme que prend l'investissement. Nous aurons d'ailleurs l'occasion de mettre en parallèle les investissements en fonds propres et les prêts, convertibles ou non, au regard de leur influence sur le risque de mission drift.

I. Intérêt du travail en gestion et en droit

Nous abordons des notions de gestion et droit tout au long de ce travail qui se veut transdisciplinaire. Outre le processus d'investissement par lequel les investisseurs et gestionnaires de fonds passent, nous serons amenée à nous intéresser au cadre juridique que le législateur belge a établi pour ces techniques particulières.

L'intérêt de notre travail est, dans un premier temps, de combler certaines lacunes que nous avons identifiées dans l'état actuel des connaissances sur le sujet. Nous espérons ainsi ouvrir le débat et la recherche autour de l'efficacité des outils de l'investisseur pour lutter contre le risque de dérive de mission.

Le fruit de notre travail a également un intérêt pour les investisseurs à impact. De fait, nous espérons mettre en lumière certaines pratiques qui peuvent être considérées comme les *best practices* grâce aux entretiens que nous avons tenus. Hayes (2022) définit les bonnes pratiques comme des lignes directrices ou des idées qui sont les plus efficaces dans une situation donnée. Dans le cadre de ce travail, il s'agit de recommandations basées sur les expériences des investisseurs rencontrés et sur la littérature contemporaine.

II. Plan

Nous allons commencer par faire le point sur l'état des connaissances actuelles et définir les concepts utiles pour ce travail. Plus précisément, nous nous pencherons sur la notion d'entreprise sociale avant de nous intéresser à la dérive de mission et le contrôle qui peut être opéré sur celle-ci. Pour terminer notre tour d'horizon, nous préciserons la définition de l'investissement à impact et le processus par lequel tout investisseur passe, en particulier au regard de son influence sur le risque de mission drift.

Après avoir explicité notre méthodologie, nous nous attèlerons à exposer les résultats de notre enquête et à discuter en parallèle de nos découvertes. Pour ce faire, nous examinerons comment, dès l'identification et la prise en considération d'investissement dans un projet ou une entreprise sociale, l'investisseur à impact peut se protéger contre le risque de mission drift. La recherche que nous avons menée met en lumière différentes manières d'atteindre ce but, ce qui confirme les techniques

mentionnées dans la littérature spécialisée. Nous discuterons également de la comparaison qui peut être faite entre les pratiques identifiées et les exigences légales des agréments des coopératives belges.

Nous nous pencherons ensuite sur la négociation des modalités d'investissement. Nous mentionnerons par exemple des techniques comme les pactes d'actionnaires et les conventions de prêt. Nous aurons aussi l'occasion de comparer l'efficacité de l'un et de l'autre et des cadres juridiques qui les entourent.

Nous nous arrêterons un instant sur la difficulté de mesurer impact et sur les conséquences de celle-ci, particulièrement sur le suivi de l'impact et sur l'identification d'une potentielle dérive de mission. Cette problématique est d'ailleurs mentionnée dans plusieurs travaux antérieurs.

Par la suite, nous nous intéresserons au contrôle que l'investisseur peut avoir sur la mission en cours d'investissement. Celui-ci peut se matérialiser par un suivi régulier ou par une implication active dans le fonctionnement de l'entreprise sociale.

Finalement, nous expliquerons les différentes sorties d'investissement, notamment en cas de mission drift avéré.

Nous concluons notre travail en reconnaissant les limites de notre exploration du sujet et nous ouvrons la voie à de nouvelles études, plus approfondies sur le sujet.

PARTIE 1 : COMPRENDRE LES CONCEPTS

I. Entreprise sociale

1. Diversité des entreprises sociales

a. Définition

La notion d'entreprise sociale est relativement récente mais il s'agit en réalité une pratique ancienne (Noguès, 2019). Bien que sa définition reste floue (Lahaye & Janssen, 2016), les auteurs s'entendent sur quelques points.

Ainsi, l'entreprise sociale est une organisation hybride (Cornforth, 2014, Huybrechts et al., 2020). Autrement dit, elle intègre des techniques managériales (Viviani, 2018) pour atteindre un but social (Klein et al., 2021). Elle permet d'une certaine façon de concilier des concepts historiquement opposés : les approches marchande et non-marchande (Defourny & Nyssens, 2017). Cela signifie qu'elle se distingue de l'entreprise privée traditionnelle par sa finalité et son processus (Moreau & Mortier, 2017). De ce fait, elle apporte des solutions innovantes aux insuffisances du marché (Barman, 2016, Emerson, 2017, Mertens et al., 2016).

Selon Defourny & Nyssens (2017) et Noguès (2019), les entreprises sociales se situent au croisement de l'intérêt général ou mutuel et de l'intérêt capitaliste. Nous constatons donc que la responsabilité de l'entreprise ne se limite plus simplement à faire du profit (Melka, 2021).

b. Évolution des indicateurs

L'entreprise sociale s'est développée à partir des années 90 en Europe, suite à une impulsion italienne, et aux États-Unis par les travaux de la Harvard Business School (Defourny et Nyssens, 2017). En Europe, plusieurs réseaux et initiatives ont ensuite été mis en place pour opérationnaliser la définition de l'entreprise sociale, comme le réseau EMES ou la Social Business Initiative. L'opérationnalisation s'est à chaque fois organisée autour des trois mêmes piliers : l'entreprise², l'objectif social et la gouvernance (Commission Européenne, 2020, Defourny & Nyssens, 2017, Hiez, 2020). Plusieurs indicateurs sont utilisés par catégorie comme une production continue de biens et services pour la première ou la mention de la mission sociale dans un document contraignant pour la deuxième. La gouvernance aussi est caractérisée dans le sens où elle garantit la poursuite de la mission sociale (Serres et al., 2022, Defourny & Nyssens, 2017).

c. Pratiques

Au vu de la large définition de l'entreprise sociale (Moreau & Mortier, 2017) et des différents degrés d'hybridité (Serres et al., 2022), il existe en réalité une grande diversité d'entreprises sociales. En revanche, elles mettent toutes en œuvre trois types de pratiques communes (Mertens et al., 2017, Moreau & Mortier, 2017).

- *Affectation du surplus*

L'affectation non-capitaliste du surplus englobe l'allocation des ressources mais aussi la distribution directe et indirecte des bénéfices (Moreau & Mortier, 2017). Concernant l'allocation des ressources, Grimes et al. (2019) affirment qu'elle peut parfois être un indice du mission drift et Moreau & Mortier (2017) exposent que la mise en réserve permet de garantir la durabilité de l'entreprise sociale. La distribution, quant à elle, est un des trois indicateurs mentionnés dans la section précédente. Le réseau

² L'entreprise est comprise comme toute entité exerçant une activité économique, où l'activité économique est celle qui consiste à offrir des biens ou services sur un marché donné (C.J.C.E., 16 juin 1987, aff. C-118/85, Commission/Italie, rec., p. 2599, point 7).

EMES la limitait pour que la majorité des bénéficiaires soit réinvestie dans le projet social (Defourny & Nyssens, 2017). La distribution peut prendre différentes formes. Notons qu'elle peut aussi être encadrée par la forme juridique de l'entreprise sociale comme la pré-affectation du surplus au profit des coopérateurs (Moreau & Mortier, 2017).

- *Démocratie économique*

La démocratie économique s'articule autour de principes de gouvernance et de gestion. Comme souligné précédemment, la gouvernance est particulière (Serres et al., 2022) puisqu'elle est inclusive et permet l'intégration des parties prenantes dans les organes de décision (Moreau & Mortier, 2017). Nous y reviendrons plus loin. Moreau et Mortier (2017) précisent cependant qu'il existe un débat sur la notion de membre participant, qui dépend parfois aussi de la forme juridique de l'entreprise sociale.

Dans tous les cas, l'implication des parties prenantes permet à l'entreprise sociale de générer une adhésion collective au projet (Moreau & Mortier, 2017, Ometto et al., 2019).

- *Mixité des ressources*

Cette dernière pratique témoigne de la capacité de l'entreprise sociale à mobiliser des ressources marchandes et non marchandes (Mertens et al., 2017). Moreau & Mortier (2017) citent par exemple les aides publiques ou les dons privés pour les ressources non-marchandes mais aussi le travail bénévole ou la renonciation aux dividendes comme ressources implicites. Nous aborderons ce point dans la partie dédiée au mission drift mais nous pouvons déjà retenir que la diversité des financements permet de diminuer la dépendance des entreprises sociales à un acteur financier (Cornforth, 2014, Moreau & Mortier, 2017).

De façon générale, le financement dans l'entreprise sociale a une nature politique. Pour plus de développement sur le sujet, nous vous invitons à lire le rapport Secoia écrit par Moreau & Mortier (2017).

d. Diversité juridique

La diversité des entreprises sociales s'explique également par la diversité des formes juridiques qu'elles peuvent prendre (Defourny & Nyssens, 2022, Hiez, 2020, Serres et al., 2022). Pour une analyse de droit comparé sur les formes juridiques des entreprises sociales, nous vous renvoyons au rapport de la Commission Européenne (2020).

En Belgique, l'intérêt d'un statut particulier pour les entreprises sociales naît d'une insuffisance des formes juridiques existantes³ et se concrétise par la loi du 13 avril 1995⁴. La finalité sociale devient alors une variante pour toutes les formes de société existantes, leur permettant ainsi de combiner une activité commerciale et un but désintéressé⁵. Le code des sociétés à l'époque prévoit une définition négative de la finalité sociale. Pour plus de développements sur le sujet, nous renvoyons aux travaux de Madame Garroy⁶ et Messieurs Demonty et Caprasse⁷.

³ B. DEMONTY et O. CAPRASSE, « Sociétés à finalité sociale », Répertoire notarial, Livre II/1, Tome XII – Droit commercial, Bruxelles, Larcier, 1998, p. 14 à 16.

⁴ Loi 13 avril 1995 modifiant les lois sur les sociétés commerciales, coordonnées le 30 nov. 1995, *M.B.*, 17 juin 1995.

⁵ S. GARROY, « Entreprise sociale et fiscalité directe en Belgique », *La Revue Pratique des sociétés – Tijdschrift voor Rechtspersoon en vennootschap*, 2020, p. 924 ; P. HERMANT et M. PETRE, « Les principes généraux du droit des sociétés », *Traité pratique du droit commercial. Les sociétés – Volume 1*, Waterloo, Kluwer, 2012, p. 15.

⁶ S. GARROY, « Contribution à l'étude du régime de fiscalité directe des entreprises sociales en Belgique : Une illustration des interactions entre le droit fiscal et le droit des personnes morales », *op. cit.*, p. 383 à 406.

⁷ B. DEMONTY et O. CAPRASSE, *op. cit.*, p. 14 à 16.

En 2019, le législateur belge codifie et simplifie le droit des sociétés dans le code des sociétés et des associations (ci-après CSA). L'exposé des motifs illustre cet objectif de la réforme⁸, notamment par la possibilité pour une société d'avoir un objet désintéressé à côté d'un but de lucre classique⁹. À la suite d'un amendement¹⁰, il est clarifié qu'« une société est constituée par un acte juridique [...]. Elle a un patrimoine et a pour objet l'exercice d'une ou plusieurs activités déterminées. Un de ses buts est de distribuer ou procurer à ses associés un avantage patrimonial direct ou indirect. »¹¹.

Cela étant, la société à finalité sociale n'a plus lieu d'être¹². En effet, certains auteurs considèrent que la multiplicité des buts permet de créer une entreprise sociale à la belge¹³.

Telle que définie ci-dessus, l'entreprise sociale peut donc être constituée en toute autre forme de société pour autant qu'au moins un de ses but soit désintéressé¹⁴. Dans le même sens, la société coopérative et son potentiel agrément en entreprise sociale n'excluent pas la nécessité pour celle-ci de distribuer un avantage patrimonial direct ou indirect¹⁵.

Dans le cadre de cette recherche, nous nous focalisons principalement sur les entreprises sociales qui sont des SRL, considérées comme la forme de société de base¹⁶.

II. Mission drift

1. Définition

Avant de nous pencher sur la dérive de mission, il est intéressant de rappeler ce qu'est la mission d'une entreprise.

La mission d'une organisation est l'ensemble des schémas fondamentaux et récurrents au sein de celle-ci (Ometto et al., 2019). Elle reflète ses valeurs et objectifs, et à ce titre, permet d'orienter l'action de ses membres (Grimes et al., 2019, Klein et al., 2021).

Lorsque la mission est sociale, celle-ci inclut des objectifs clairement définis qui répondent à des problématiques sociales ou environnementales (Klein et al., 2021).

Nous parlons donc de dérive de mission lorsque l'organisation opère des changements organisationnels qui dévient de son objectif principal (Grimes et al., 2019 et 2020). Autrement dit, il y a glissement de mission quand il est perçu que l'entreprise mène des actions incohérentes par rapport à sa mission

⁸ Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, Exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2017-2018, n°3119/001.

⁹ M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *Gouvernance et responsabilité*, 1e édition, Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023, p. 1251 et 1252.

¹⁰ Amendement n°331 de M. DE LAMOTTE, *Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. Ord. 2017-2018, n°54-3119/08, p.190.

¹¹ Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 4 avril 2019, art. 1:1 (c'est nous qui soulignons).

¹² Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, Exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2017-2018, n°3119/001, p. 8 à 9.

¹³ FRANÇOIS, A. et VERHEYDEN, M., « Ceci n'est pas une société ? Premières réflexions relatives au but lucratif à l'aune du Code des sociétés et des associations » in Jafferali, R. et al. (dir.), *Entre tradition et pragmatisme*, 1e édition, Bruxelles, Larcier, 2021, p. 1156.

¹⁴ E., NAVEZ et A., NAVEZ, « Le droit des sociétés après l'entrée en vigueur du CSA. Quelles innovations dans la pratique notariale ? », *Rev. not.*, 2020/2, n° 3147, p. 126 à 128.

¹⁵ A., FRANÇOIS et M., VERHEYDEN, *op. cit.*, p. 1152 et 1160.

¹⁶ E., NAVEZ et A., NAVEZ, *op. cit.*, p. 113.

déclarée (Grimes et al., 2019, Klein et al., 2021). Une diminution de la qualité des services rendus ou des produits vendus est aussi considérée comme une dérive de la mission (Lahaye & Janssen, 2016).

Les auteurs qui étudient la notion relèvent que dans les entreprises sociales, il est souvent question d'une emphase sur l'efficacité économique au dépend de la mission sociale (Ebrahim et al., 2014, Lahaye & Janssen, 2016, Ometto et al., 2019, Ramus & Vaccaro, 2017).

Il nous faut toutefois nuancer le propos. En effet, bien que l'entreprise sociale doive atteindre son objectif social, la continuité économique reste nécessaire pour que l'activité puisse se poursuivre (Ebrahim et al., 2014, Serres et al., 2022). Cela signifie qu'il ne faut pas confondre le mission drift et la flexibilité dont elle doit faire preuve (Gumusay et al., 2020), notamment pour faire face à une conjoncture défavorable (Lahaye & Janssen, 2016) ou lorsque le problème auquel l'entreprise s'attaque change (Cornforth, 2014).

2. Raison d'être

a. Hybridité

Comme nous le savons, l'entreprise sociale répond à des logiques économiques et des logiques sociales (Ebrahim et al., 2014, Viviani, 2018). Cette dualité est source de tensions puisque les deux logiques ont des approches différentes sur l'entrepreneuriat (Grimes et al., 2019, Lahaye & Janssen, 2016), ce qui rend leur équilibre très fragile (Lahaye & Janssen, 2016, Huybrechts et al., 2020, Ometto et al., 2019, Ramus & Vaccaro, 2017). Le mission drift en est d'ailleurs l'illustration parfaite (Battilana & Lee, 2014).

Au cours du temps, les auteurs ont distingué plusieurs degrés d'hybridité. Nous renvoyons aux travaux de Klein et al. (2021) et de Santos et al. (2015) pour plus de développements sur les niveaux d'intégration. Nous retiendrons que l'hybridité intégrée est synonyme de synergie entre les activités financières et non-financières de l'entreprise sociale (Battilana et al, 2012, Ebrahim et al., 2014, Lahaye & Janssen, 2016) alors que l'entreprise sociale peut également différencier ses activités (Battilana & Lee, 2014, Lahaye & Janssen, 2016). Le niveau d'intégration des activités aura un impact sur le type d'outils à mettre en œuvre pour limiter le risque de mission drift (Ebrahim et al., 2014).

- Théorie institutionnelle

Cornforth (2014) explique la dérive de la mission selon plusieurs théories, la première étant sous le spectre de la doctrine institutionnelle. Celle-ci repose sur la notion de légitimité et la pression de conformité auxquelles les entreprises hybrides font face (Huybrechts et al., 2020, Serres et al., 2022). En effet, certains auteurs avancent que l'entreprise qui s'inscrit dans un environnement néolibéral comme le nôtre est poussée vers un fonctionnement traditionnel (Mandel, 1975, Noguès, 2019).

Cependant, d'autres, comme Pache et Santos (2013), nuancent cette affirmation jugée déterministe : l'environnement auquel se conformer est modifiable. Ceci permet donc que de nouvelles pratiques soient institutionnalisées et qu'elles deviennent ainsi une nouvelle norme à suivre (Cornforth, 2014).

- Théorie de la dépendance aux ressources

La seconde conception avancée par Cornforth (2014) est celle de la dépendance aux ressources. Effectivement, les entreprises sont susceptibles de dévier de leur mission sociale si elles subissent des pressions de ceux qui les leur fournissent. Le degré de dépendance et de pression est notamment conditionné par l'importance de la ressource pour l'organisation mais aussi par le contrôle que le fournisseur a sur son utilisation ou sa disponibilité sur le marché (Ebrahim et al., 2014). Bien que la notion de ressource ne se limite pas au capital (Cornforth, 2014), un exemple courant est celui du bailleur de fonds qui exerce une pression sur l'activité de l'entreprise sociale (Klein et al., 2021, Lahaye & Janssen, 2016, Ometto et al., 2019).

3. Assurer son contrôle en général

Plusieurs mécanismes sont identifiés comme des moyens d'action sur la mission sociale (Lahaye & Janssen, 2016). Ces instruments peuvent être divisés en plusieurs catégories : l'une repose sur un contrôle externe à l'entreprise alors que le deuxième s'organise autour de l'organisation même de celle-ci. La dernière concerne les interactions que l'entreprise tient avec son environnement. Nous allons ici en développer quelques-uns et nous étudierons leur réelle utilité dans la suite de notre travail.

a. Contrôle externe

- *Cadre légal*

Nous l'avons vu plus haut, le cadre légal autour des entreprises sociales a considérablement évolué au cours des dernières décennies¹⁷. Cependant, nous observons qu'il reste insuffisant pour lutter contre le risque de mission drift et que la mise en place de mécanismes additionnels reste nécessaire (Ebrahim et al., 2014). Soulignons néanmoins que la forme légale que prend l'entreprise sociale permet, à tout le moins, de limiter le risque de dérive de mission (Ometto et al., 2019). Nous pensons par exemple à la spécialité statutaire que nous développerons juste après et l'agrément de la coopérative en entreprise sociale¹⁸. Notons toutefois que l'agrément n'est pas accessible à toutes les entreprises sociales puisqu'il ne s'applique qu'aux coopératives¹⁹.

Afin de combler cette lacune, Klein et al. (2021) invitent à mettre en place des incitants et des garde-fous pour garantir l'indépendance de l'entreprise sociale par rapport aux pressions extérieures sur sa mission sociale.

- *Accréditation externe*

Un autre outil de contrôle externe est l'accréditation. Pour obtenir cette dernière les entreprises doivent se conformer à certains critères (Cornforth, 2014, Lahaye & Janssen, 2016, Serres et al., 2022) et subir des inspections périodiques. Nous pensons par exemple à la certification de l'agriculture biologique. Celle-ci est organisée par le label Eurofeuille²⁰ au niveau européen mais aussi par la réglementation wallonne²¹.

b. Structure organisationnelle

- *Niveau d'intégration des activités*

Le niveau d'intégration des activités a également une influence sur la dérive de mission (Battilana et al., 2017, Lahaye & Janssen, 2016). Toutefois, les auteurs ne s'entendent pas sur la nature de cette influence. En effet, les articles de Battilana et al. (2017) et de Ometto et al. (2019) exposent deux points de vue opposés.

D'un côté, la compartimentalisation (Cornforth, 2014) permet à l'entreprise hybride d'être légitime dans ses deux pôles, économique et social. Il serait donc possible, grâce à la différenciation des activités, d'éviter la dérive de la mission.

¹⁷ D. BOGAERT, « L'entreprise sociale : une promesse du monde d'après ? », *J.T.*, 2021/18, p. 329 et 330.

¹⁸ CSA, art. 8:5 et M. VERHEYDEN, *op. cit.*, p. 1256.

¹⁹ S. GARROY, « Variations autour des coopératives en Belgique : aspects fiscaux et non fiscaux, propos rétrospectifs, dynamiques actuelles et réflexions prospectives », *Rev. Dr. ULiège*, 2021/3, p. 469.

²⁰ Règlement (UE) 2018/848 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2018 relatif à la production biologique et à l'étiquetage des produits biologiques, et abrogeant le règlement (CE) n° 834/2007 du Conseil, *J.O.U.E.*, L 150/1, 14 juin 2018.

²¹ Arrêté du gouvernement wallon relatif à la production biologique et à l'étiquetage des produits biologiques et abrogeant l'arrêté du gouvernement wallon du 11 février 2010 concernant le mode de production et l'étiquetage des produits biologiques, *M.B.*, 20 janvier 2023.

À l'inverse, certains affirment que l'intégration différenciée a un effet contraire sur le risque de mission drift. Selon les travaux précités, les unités séparées ont des rythmes et processus différents, ce qui mène inévitablement à un mission drift comme illustré dans l'exemple iBUS cité par Ometto et al. (2019).

Nous remarquons ici que le problème et ses solutions reposent sur les notions de légitimité et de transparence, ce qui nous renvoie à la théorie institutionnelle explicitée plus haut (Klein et al., 2021).

- *Limite par les statuts*

Comme développé précédemment, les statuts de l'entreprise sociale permettent d'encadrer de façon contraignante²² l'activité de l'organisation hybride (Lahaye & Janssen, 2016, Serres et al., 2022). Dans le cas où la mission sociale est clairement prévue dans l'acte constitutif de la société, cela donne un signal aux investisseurs mais surtout un droit d'action lorsqu'un écart est perçu (Li et al., 2020, Serres et al., 2022), en engageant par exemple la responsabilité des organes de gestion²³. Prévoir la mission sociale dans les statuts est aussi un moyen d'établir une hiérarchie des objectifs (Ebrahim et al., 2014) et de justifier l'activité poursuivie²⁴. Cela permet ainsi de limiter le risque de mission drift.

Avec l'introduction du CSA, la spécialité statutaire vient remplacer la spécialité légale des sociétés²⁵. Puisque le but de lucre n'est plus le critère distinctif par rapport à l'association, il ne peut pas être utilisé pour annuler les actes posés à son encontre²⁶. La théorie de l'ultra vires s'applique donc désormais à la finalité de l'organisation et non plus à son activité²⁷. Autrement dit, c'est l'objet social qui va limiter le pouvoir des organes de gestion²⁸.

Il nous faut pourtant nuancer l'efficacité de cet outil. Tout d'abord, l'article 5:74 du CSA limite la théorie de l'ultra vires dans les SRL car les actes pris en excès de pouvoir peuvent être maintenus à certaines conditions²⁹. Ensuite, Cornforth (2014) et Serres et al. (2022) précisent que les statuts restent modifiables³⁰ et qu'il ne s'agit donc pas d'un mécanisme durable en cas de réel changement de cap.

- *Gouvernance*

Sans faire exception au principe, la gouvernance doit être adaptée à l'entreprise sociale à laquelle elle appartient. Cela signifie donc que pour l'entreprise hybride, il est recommandé d'opter pour une gouvernance hybride également (Lahaye & Janssen, 2016). Cela s'illustre notamment par la participation d'une multiplicité d'acteurs dans les organes de décision. L'avantage principal d'une telle organisation structurelle est qu'un contrôle peut être exercé à différents niveaux et selon différents critères (Cornforth, 2014, Ebrahim et al., 2014, Serres et al., 2022). Une autre conséquence positive est envisagée par Klein et al. (2021) : l'implication des parties prenantes permet de soumettre la

²² P.-A., FORIERS, « L'intérêt social et la spécialité légale à la lumière de la réforme du Code des sociétés : une lecture et quelques réflexions », *Actualités en droit commercial et bancaire*, 1e édition, Bruxelles, Larcier, 2017, p. 278.

²³ A., FRANÇOIS et M., VERHEYDEN, *op. cit.*, p. 1155 et M. VERHEYDEN, *op. cit.*, p. 1260.

²⁴ *Ibid.*, p. 1154.

²⁵ P.-A., FORIERS, *op. cit.*, p. 278

²⁶ P., WÉRY, « La théorie générale du contrat », *Rép. not.*, T. IV, Les obligations, Livre 1/1, Bruxelles, Larcier, 2020, n° 280.

²⁷ S. GARROY, « Contribution à l'étude du régime de fiscalité directe des entreprises sociales en Belgique : Une illustration des interactions entre le droit fiscal et le droit des personnes morales », *op. cit.*, p. 448.

²⁸ O., CAPRASSE, *Introduction au droit des sociétés*, syllabus, Université de Liège, 2022-2023, p.13 à 16.

²⁹ CSA, art. 5:74.

³⁰ E. NAVEZ et A. NAVEZ, « Commentaire de l'article 2 :5 du code des sociétés et des associations », *Commentaire systématique du code*, Bruxelles, Kluwer, 2022, supplément 50 et M. VERHEYDEN, *op. cit.*, p. 1259.

modification du business model à leur approbation et ainsi limiter les décisions modificatrices unilatérales.

D'après Ebrahim et al. (2014), l'implication de différentes parties prenantes peut également être source de tensions. Une d'entre-elles est le syndrome du délégué : les intervenants agissent dans l'intérêt du groupe qu'ils représentent plutôt que de prendre en considération l'organisation dans son ensemble (Cornforth, 2014).

c. Interactions avec les parties prenantes

Le dernier pilier important qui permet d'influencer le risque de mission drift est l'interaction que l'entreprise sociale entretient avec ses parties prenantes.

Par rapport à ses membres, il a été montré que les normes de comportement permettent d'engager et de former des travailleurs conscients de la nature hybride de leur mission (Lahaye et Janssen, 2016). Les travailleurs plus anciens étant considérés comme des vecteurs de valeurs (Ometto et al., 2019), la sociabilisation au sein de l'entreprise et la création d'espaces de discussion sont des outils intéressants pour réduire le risque de mission drift (Ometto et al., 2019).

Outre les organes de rencontre internes, les auteurs identifient les herding spaces (Cornforth, 2014, Klein et al., 2021, Ometto et al., 2019). Ceux-ci incitent la discussion avec les parties prenantes externes, tant pour un aspect financier que social. Ainsi, il est montré que les travailleurs adhèrent mieux à la mission sociale lorsqu'ils interagissent avec l'environnement dans lequel ils travaillent. En effet, leur motivation est maintenue et de nouveaux moyens d'atteindre la mission sociale sont envisagés après des échanges avec le milieu (Klein et al., 2021, Ometto et al., 2019). L'implication des stakeholders permet également de redresser l'entreprise après qu'un mission drift ait été identifié (Ramus & Vaccaro, 2017).

III. Investissement à impact

L'investissement à impact englobe deux dimensions : la dimension financière et la non-financière (Barber et al., 2021, Meng et al., 2022, Viviani, 2018). Bien qu'il s'agisse d'une formulation relativement récente, l'utilisation de la finance pour produire des impacts positifs n'est pas une pratique nouvelle (Höchstädter & Scheck, 2015).

a. Notion d'investissement

L'investissement à impact reste un investissement à part entière, ce qui comprend donc une attente de rendement financier (Höchstädter & Scheck, 2015). Tel que nous l'envisageons, l'investissement ne se limite pas au private equity. Ainsi, Spiess-Knafl & Scheck (2017) distinguent l'investissement en fonds propres et via les prêts.

D'autres formes d'investissement sont considérées pour l'investissement à impact. L'illustration ci-après permet d'en recenser quelques-unes.

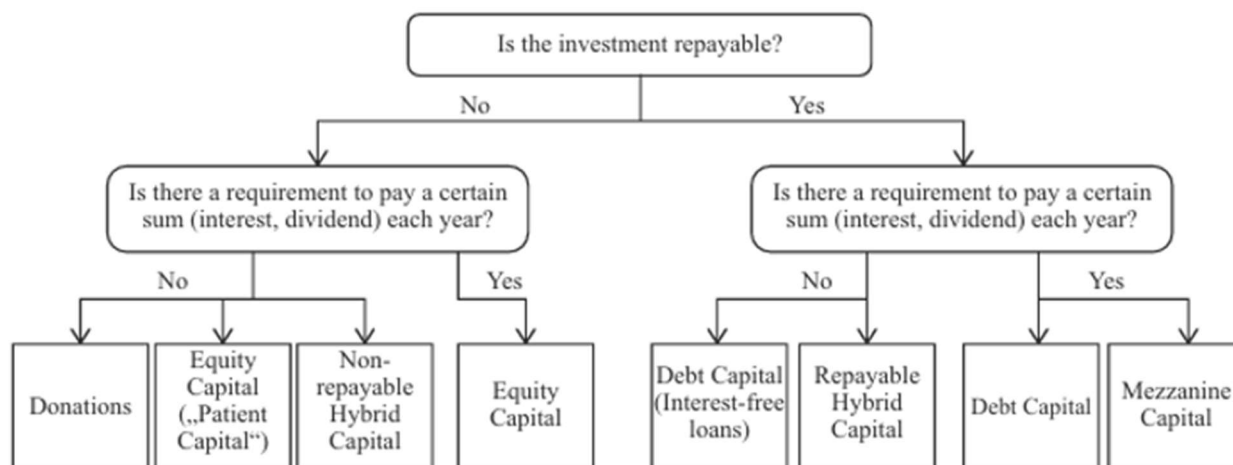


Figure 1 : Instruments financiers (Spiess-Knafl & Scheck, 2017)

Nous vous invitons à lire l'article de Bugg-Levine et al. (2012) et l'ouvrage de Spiess-Knafl & Scheck (2017) pour un développement complet de ces différentes possibilités.

b. Caractéristiques principales de l'impact

L'impact est défini par Hockerts et al. (2022) comme le changement social ou environnemental qui est atteint par l'activité et pour les bénéficiaires. Le Global Steering Group for Impact Investment, ci-après GSG (2023), définit l'investissement à impact comme celui au travers duquel les investisseurs cherchent de façon intentionnelle à procurer un impact positif et mesurable en plus d'un rendement financier³¹.

Nous pouvons ici discerner les trois caractéristiques de l'impact investing sur lesquelles les auteurs s'entendent (GSG, 2023, Hockerts et al., 2022, Institut de la finance durable, 2024, Islam, 2022, Melka & Picard, 2021, Meng et al., 2022).

- *Intentionnalité*

Le critère de l'intentionnalité concerne l'impact non-financier mais aussi le retour sur investissement (Hockerts et al., 2022). Melka et Picard (2021) le définissent comme la volonté de produire un résultat environnemental ou social.

- *Additionnalité*

Ce critère indique que l'impact n'existerait pas sans l'investissement (GSG, 2023). Autrement dit, la qualité ou la quantité de l'impact financier et non-financier se voit augmentée par l'investissement (Hockerts et al., 2022, Melka et Picard, 2021).

- *Mesurabilité*

L'impact doit être mesurable et mesuré. Cela permet notamment de rendre des comptes aux parties prenantes (Thirion et al., 2022), d'augmenter la légitimité de l'activité (Barman, 2016, Islam, 2022, Mertens et al., 2017) et d'aider l'investisseur à identifier un mission drift (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Il s'agit donc d'estimer les conséquences positives et négatives, financières ou non, générées par l'activité financée (Melka & Picard, 2021). Notons qu'il y a une différence entre ne pas avoir d'externalité négative et avoir un impact positif (Pucker & King, 2023).

Toutefois, il faut souligner que la mesure de l'impact est compliquée puisqu'elle peut être qualitative ou quantitative (Melka et Picard, 2021) et qu'il n'existe pas d'outil universel pour le mesurer (Malhotra

³¹ Notre traduction.

et al., 2022, Saul et al., 2023). Dans le même sens, Barman (2016) recense plus de 150 outils et techniques de mesure.

La CRSD³² (pour Corporate Sustainability Reporting Directive) est une piste de solution à envisager³³ pour s'accorder sur une mesure standardisée (Saul et al., 2023). Bien qu'elle ne soit pas encore transposée en droit belge (SPF Économie, 2024), la directive européenne vise à harmoniser et renforcer la transparence de certaines entreprises au regard de leurs informations non financières (Lefevre, 2023). Pour cela, les normes ESRS (pour European Sustainability Reporting Standards) ont été établies par la Commission et le groupe EFRAG, afin d'encadrer le reporting obligatoire des caractéristiques extra-financières des entreprises concernées³⁴.

c. Pluralité d'investissements

Nous l'avons vu, il existe différentes formes d'investissement. Outre ces différences, la pluralité des investissements à impact s'explique par la pluralité et l'intensité des objectifs à atteindre (Burnier et al., 2022, Emerson, 2017, GSG, 2023, Melka & Picard, 2021). Dans le même sens, Wilson (2016) compare les différentes motivations de l'investisseur dans un tableau récapitulatif.

	Rendement financier seulement	Responsable	Durable	Impact			Impact seulement
	Obtenir un rendement financier concurrentiel						
		Atténuer les risques en matière environnementale, sociale et de gouvernance					
			Atteindre des buts en matière environnementale, sociale et de gouvernance				
				Privilégier les solutions à impact fort et mesurable			
Finalité :	Intérêt limité ou absent pour les pratiques en matière environnementale, sociale ou de gouvernance	Atténuer l'utilisation de pratiques à risque en matière environnementale, sociale et de gouvernance afin de préserver la valeur	Adopter, en matière environnementale, sociale et de gouvernance, des pratiques progressistes susceptibles d'accroître la valeur	Répondre à des problèmes d'ordre sociétal tout en procurant aux investisseurs un rendement financier concurrentiel	Répondre à des problèmes d'ordre sociétal alors que le rendement financier n'est pas établi	Répondre à des problèmes d'ordre sociétal en procurant nécessairement aux investisseurs un rendement financier inférieur à celui du marché	Répondre à des problèmes d'ordre sociétal avec impossibilité de procurer un rendement financier aux investisseurs

Figure 2 : Motivations de l'investisseur (Wilson, 2016)

La diversité des profils d'investisseurs est un autre facteur de pluralité d'investissements (Kloppers, 2020, Pucker & King, 2023, Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Nous pensons par exemple aux différents niveaux d'aversion au risque (Andries, 2019).

Au vu de cette diversité, certains déplorent l'absence d'une définition claire et limitative (Höchstädter & Scheck, 2015, Pucker & King, 2023), ce qui entraîne souvent la confusion entre différentes pratiques connexes (Burnier et al., 2022, Hockerts et al., 2022).

³² Directive (UE) n° 2022/2464 du 14 décembre 2022 modifiant le Règlement (UE) n° 537/2014 et les Directives nos 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *J.O.U.E.*, L 322, 16 décembre 2022.

³³ R. van LERBERGE, M. VERMOORTELE et B. WAUTERS, "La taxonomie européenne – une opportunité sans précédent pour un futur durable et assurable", *Bull. ass.* 2023, liv. 27, p. 13 à 30.

³⁴ Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *J.O.U.E.*, Series, 22 décembre 2023.

1. Processus d'investissement

Il est à noter que l'approche de l'investisseur varie en fonction de la perspective adoptée. L'investissement peut être envisagé seul ou comme une partie de l'ensemble du portefeuille (Emerson & Smalling, 2017, Viviani, 2018).

a. Opportunités d'investissement

- *Identification*

La première étape du processus d'investissement est d'identifier les opportunités d'investissement qui remplissent les objectifs financiers et non-financiers de l'investisseur. Ainsi, l'investisseur à impact se doit de les déterminer au préalable (Emerson & Smalling, 2017) et prendre en considération la rentabilité financière espérée, l'impact social et environnemental mais surtout le trade-off que l'investisseur est prêt à concéder (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Burnier et al. (2022) parlent aussi d'un arbitrage entre l'impact et le rendement.

Notons que l'investisseur peut utiliser une déclaration de politique d'investissement pour s'aider. Il s'agit d'une technique de l'investissement traditionnel qui consiste à préciser le profil de l'investisseur et ainsi mentionner certains critères comme son aversion au risque, ses objectifs et l'horizon temporel envisagé (Emerson & Smalling, 2017). A cette déclaration sont ajoutés des objectifs d'impact, ce qui permet de concilier les deux aspects (Emerson & Smalling, 2017, Pucker & King, 2023).

- *Évaluation*

L'évaluation consiste en l'estimation de la cohérence d'un projet par l'attribution d'une valeur à ses actes et résultats (Gardin et al., 2017). Cela signifie que les deux aspects de l'investissement à impact sont pris en considération, avec une attention particulière à l'impact (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

Cependant, nous l'avons mentionné précédemment, il n'y a pas de méthode standardisée pour mesurer l'impact. Cela rend l'évaluation non-financière difficile (Gardin et al., 2017, Mertens et al., 2017, Saul et al., 2023).

Spiess-Knafl & Scheck (2017) envisagent une sélection parmi les investissements potentiels basée soit sur un screening négatif, soit sur un screening positif. Le premier consiste à éliminer d'office certaines opportunités sur base du secteur d'activité dans lequel les entreprises sociales sont actives alors que le second tente de ne sélectionner que les investissements dans les meilleures initiatives du marché.

Islam (2022) et Emerson & Smalling (2017) notent, quant à eux, des critères à analyser comme les valeurs et objectifs de l'entreprise ou encore le caractère et la personne de l'entrepreneur en faveur duquel l'investissement est fait. Mersland et al. (2020) établissent une description complète de caractéristiques à garder à l'esprit.

b. Modalités de l'investissement

La façon dont l'investissement est négocié a une influence sur les retours financiers et sur l'impact produit par l'entreprise sociale (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Il est notamment question de la forme que prendra l'investissement et des modalités de déploiement qui sont prévues (Bugg-Levine et al., 2012).

Les modalités prévues par le contrat peuvent également mentionner un support organisationnel ou technique (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

c. Suivi de l'impact

- *Mesure*

Outre la mesure de l'impact au moment d'évaluer un potentiel investissement, il est primordial, pour contrôler le risque de mission drift, de continuer à le quantifier pendant toute la durée de

l'investissement (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Ainsi, Islam (2022) précise que la mesure est un mécanisme de responsabilité (accountability mechanism).

- *Contrôle*

L'évaluation faite par l'investisseur englobe, d'après Emerson & Smalling (2017), une surveillance et un contrôle réguliers de la performance de l'investissement par rapport à la déclaration de politique d'investissement mais aussi par rapport aux objectifs fixés par l'entreprise sociale. Cela permet donc d'identifier une potentielle dérive de la mission.

Le suivi de l'impact peut prendre différentes formes comme le reporting financier et non-financier mais aussi des visites sur site ou des interactions régulières avec les acteurs de l'activité financée (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Dagers et al. (2023) préconisent d'ailleurs une interaction régulière avec les parties prenantes.

d. *Sortie*

Comme nous le savons, il existe différentes formes d'investissement. Il peut ainsi être remboursable ou non (Figure 1 : Instruments financiers (Spiess-Knafl & Scheck, 2017)).

Dans le cas où il est remboursable, la sortie de l'investissement est généralement prévue au moment de la négociation des modalités d'investissement (Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Par ailleurs, la sortie des investissements en equity requiert une transaction, ce qui la rend moins prévisible (Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

L'ouvrage de Spiess-Knafl & Scheck (2017) développe plus amplement les considérations à prendre en compte au moment d'organiser la sortie de l'investissement, notamment l'objectif (non-)financier fixé et les répercussions que la sortie peut avoir sur ceux-ci.

IV. Synthèse

Ce que nous devons retenir de l'état actuel des connaissances sur le sujet peut être résumé en quelques points.

Tout d'abord, nous devons garder à l'esprit que l'investisseur à impact s'inscrit dans une démarche hybride. Cela a pour conséquence que les entreprises dans lesquelles il investit sont également duales. Outre la viabilité financière, les entreprises sociales exécutent des activités dans le but de remplir une mission sociale ou environnementale. C'est d'ailleurs la raison pour laquelle l'investisseur à impact s'y intéresse.

Toutefois, la dérive de mission montre que l'équilibre entre les deux dynamiques est fragile. Nous pouvons expliquer la notion de mission drift comme une incohérence des activités menées par l'entreprise par rapport à l'objectif qu'elle s'est fixé.

Finalement, la littérature identifie plusieurs moyens d'action pour lutter contre cette dérive. La question est donc de voir dans quelle mesure ces outils peuvent être et sont mis en œuvre par les investisseurs. Autrement dit, nous allons examiner chaque étape du processus d'investissement et tenter d'identifier les pratiques qui permettent de contrôler le risque de mission drift. Nous devons cependant nous souvenir que la littérature n'identifie pas une seule façon de faire. Nous pouvons dès lors nous demander si, en pratique, la même diversité est observée.

PARTIE 2 : L'INFLUENCE RÉELLE DE L'INVESTISSEUR SUR LE MISSION DRIFT

I. Méthodologie

La méthodologie pour ce travail s'est organisée en deux temps. Il a d'abord fallu faire une recherche dans la littérature actuelle pour se rendre compte de l'état des connaissances du secteur. Ensuite, nous nous sommes penchée sur la recherche à proprement parler.

1. Littérature

La littérature en gestion provient principalement de la bibliothèque en ligne de l'université (ULiège Library), mais aussi de Google Scholar et Sciences direct. Initialement, la recherche s'est basée sur des mots clés associés aux concepts étudiés, en français et en anglais. Par la suite, nous avons utilisé les sources récurrentes et les textes connexes pour faire une recherche basée sur les auteurs de référence. Nous nous sommes également inspirée des concepts connexes développés dans les textes de base pour mieux appréhender certaines notions.

Pour ce qui est de la contribution en droit, les sites Stradalex et Jura.Kluwer nous ont fourni la jurisprudence et la doctrine intéressantes. Les lois et travaux parlementaires ont été trouvés sur eJustice et le site internet de la Chambre. Nous avons aussi eu recours à la recherche indirecte en utilisant la thèse rédigée par Madame Garroy³⁵ pour identifier de nouveaux apports juridiques.

2. Recherche

Dans le cadre de ce travail, la question de recherche appelle à la recherche descriptive et exploratoire. Bien que cela ne soit pas la seule méthodologie qui convienne à ce type de recherche (Trudel et al., 2007), nous utilisons une méthode qualitative.

La recherche qualitative nous permet ainsi de comprendre les comportements (Aubin-Auger et al., 2008) de l'investisseur à impact face au mission drift. Pour cela, nous avons interviewé 7 investisseurs à impact et connaisseurs du milieu. Nous avons pu découvrir les points de vue et modes de pensées de nos répondants (Demoncey, 2016). Nous avons interrogé Mesdames Isabelle Philippe et Yonka Breackman et Messieurs Alain Boribon, Florent Scattareggia, Olivier Van Cauwelaert, Philippe Herbiet et Thomas Rulmont. Vous trouverez un détail des fonds et sociétés pour lesquelles ils travaillent dans l'annexe 3.

L'interview était semi-structurée (Claude, 2021). Dès lors, le guide d'interview prévoyait une série de questions ouvertes autour desquelles gravitait la conversation (Arteaga, 2020). Il a été construit sur base des exemples proposés par Schwab (2022). Vous pouvez trouver le guide d'interview dans l'annexe 2. Chaque interview a durée entre 30 et 60 minutes et s'est organisée en présentiel ou à distance, via Teams. Par ailleurs, nous avons complété les informations récoltées lors des interviews grâce à la consultation des sites internet pertinents. Nous pensons par exemple aux sites internet des fonds sur lesquels nous nous sommes penchée.

Pour la constitution du panel, nous avons pu compter sur les recommandations du jury et des personnes interviewées, mais aussi sur les plateformes professionnelles. Les derniers intervenants ont été ajoutés au panel après la consultation de la liste des membres de BE.IMPACT³⁶.

³⁵ S. GARROY, « Contribution à l'étude du régime de fiscalité directe des entreprises sociales en Belgique : Une illustration des interactions entre le droit fiscal et le droit des personnes morales », *op. cit.*

³⁶ <https://fr.be-impact.org/>.

II. Résultats et discussion

1. Identifier les projets dans lesquels investir

Nos interviews nous ont permis de nous rendre compte que tous les investisseurs à impact n'utilisaient pas la même méthode pour identifier les potentielles entreprises sociales dans lesquelles investir. Nous pouvons alors distinguer la veille passive de la recherche active.

De ce fait, plusieurs répondants expliquent qu'ils ne sont pas dans une démarche de prospection. D'après eux, cette passivité est possible lorsque l'investisseur a quelques contacts dans le milieu et peut par exemple compter sur la coopération d'autres fonds pour lui apporter des dossiers intéressants. Cela a notamment été le cas pour le Good Food Fund. Né de l'initiative de Scale Up, Change de Crédal et Fund for Good, le fonds se concentre sur l'alimentation durable en Belgique. Cet ancrage dans l'écosystème lui a permis de prendre en considération des projets qui ne correspondaient pas aux thématiques des trois initiatives-mères.

L'utilisation du réseautage pour identifier les potentiels projets est aussi mentionnée par Monsieur Herbiet. Surtout importantes au début du fonds, la rencontre d'acteurs dans le milieu et la participation à des événements permet de se faire connaître auprès des autres investisseurs et des entreprises sociales. Parmi les acteurs, nous pensons également aux incubateurs qui aident les entreprises à se développer dans les premières étapes de leur existence.

Dans le même sens, Monsieur Boribon mentionne la plateforme Solifin, devenue BE.IMPACT et Impact Finance Belgium. BE.IMPACT offre la possibilité aux porteurs de projets de présenter leurs idées à plusieurs organismes de financement en même temps. Chaque mois, de nouvelles initiatives sont présentées. L'investisseur a alors la possibilité d'envisager chacun d'entre eux. Ce type de plateforme facilite les démarches de l'entrepreneur mais dispense aussi l'investisseur de s'engager dans une démarche active de prospection qui demande beaucoup de temps. Impact Finance Belgium de son côté concentre sur les offres de financement (Interview 2 et 4).

Madame Philippe nous explique que le financement et le sponsoring qu'ils allouent respectivement à Impact Finance Belgium et BE.IMPACT permet à la société d'investissement de s'ancrer dans le milieu de l'investissement à impact et de se faire connaître auprès des entrepreneurs. La SFPI a donc l'occasion de rencontrer les entrepreneurs aux différents événements organisés par les successeurs de Solifin, adoptant ainsi une position intermédiaire entre la passivité et la recherche active. Cela est en réalité une illustration pratique de la technique du réseautage mentionnée dans notre dernière interview.

De plus, l'investisseur qui n'est pas actif peut aussi compter sur les demandes de financement déposées directement auprès d'eux.

À l'inverse, d'autres investisseurs vont s'inscrire complètement dans une démarche active pour présélectionner leurs investissements. Monsieur Van Cauwelaert sonde par exemple dans le domaine de la transformation alimentaire pour trouver les sociétés dans lesquelles investir. Notons que Lita.co mène également une démarche commerciale pour présélectionner certains projets. Plus précisément, la plateforme exclut les projets n'agissant pas dans le sens d'un des ODD prioritaires.

Nous soulignons que nos répondants assument parfois plusieurs rôles dans différentes organisations. Ainsi, Monsieur Boribon est coach du réseau Entreprendre³⁷. Par ce biais, il a été amené à accompagner un projet, notamment pour l'aider dans ses recherches de financement. Sans réellement s'inscrire dans

³⁷ Réseaux en Wallonie et à Bruxelles pour aider les entrepreneurs dans leur création d'entreprise. L'accompagnement est assuré par des entrepreneurs et chefs d'entreprise expérimentés. Plus d'informations sur les sites <https://www.reseau-entreprendre.org/wallonie/> et <https://reseauentreprendrebruxelles.org/>.

une démarche active de prospection, il a pu orienter l'ASBL vers les fonds adéquats. Il nous semble donc que ce cas de figure peut également se présenter avec des SRL ou autres entreprises sociales. Cette démarche se trouve entre les deux approches précédemment envisagées et montre l'importance pour l'investisseur à impact de se faire connaître auprès des incubateurs.

Pour résumer, nous pouvons donc remarquer que le rôle de l'investisseur est déjà diversifié à un stade précoce du processus d'investissement. Au niveau de la gestion du risque de mission drift, cela n'a pas une influence définitive.

En effet, il nous paraît évident que l'investisseur qui se voit proposer des projets n'est pas obligé de tous les accepter. Pour illustrer cette affirmation, nous pouvons nous concentrer sur la plateforme BE.IMPACT. Bien que l'entreprise sociale défende son projet auprès d'une multitude d'investisseurs, elle n'obtiendra pas le financement de tous les fonds présents.

Cela indique donc que l'étape suivante du processus d'investissement aura un impact plus grand sur la décision d'investissement, surtout au regard du risque de mission drift.

Par rapport à ce que la littérature identifie, nos interviews n'apportent rien de nouveau. Islam (2022) explique par exemple que l'investisseur à impact se cantonne généralement à un domaine de prédilection. Cette préférence quant au secteur d'activité ressort dans les interviews 1 et 3.

a. Attention à l'impact

Il paraît évident que l'impact se situe au centre des préoccupations des investisseurs que nous avons rencontrés. Il est donc primordial que ceux-ci établissent leurs objectifs et leurs attentes vis-à-vis des entreprises sociales considérées. Cette liste d'importance est normalement élaborée dans la première phase du cycle d'investissement (Burnier et al., 2022, Emerson & Smalling, 2017). L'investisseur est alors capable de prendre une décision éclairée concernant ses possibilités par la suite.

Dans le cadre de ce travail, nous n'avons pas poussé la recherche sur ce point. Cependant, nous remarquons que les investisseurs ont tendance à établir, si pas une déclaration de politique d'investissement, à tout le moins des objectifs d'impact et/ou financiers à atteindre (Interview 1 et 5). Nous pouvons mentionner l'approche du fonds Change, qui se dit « impact first ». Autrement formulé, l'activité de l'entreprise doit remplir au moins un des ODD mais aussi inclure une composante *inclusion*. En effet, le fonds a déterminé que son domaine principal d'impact est l'accessibilité de certains biens et services, comme la réduction de la fracture numérique.

L'importance d'établir ses priorités s'illustre aussi par deux exemples donnés lors des interviews 4 et 5.

D'un côté, la première répondante affirme que l'entrepreneur à impact veut généralement cocher toutes les cases et tout faire. Ce focus fort sur l'ensemble de l'éventail d'impact risque de mettre en péril la viabilité et rentabilité financière de l'entreprise et de l'investissement.

À l'inverse, Monsieur Rulmont explique que certains entrepreneurs ne se concentrent que sur un impact choisi, laissant les autres de côté. Par exemple, un entrepreneur dans le milieu social ne s'intéresse pas toujours à son impact environnemental.

L'investisseur doit donc se décider sur le type d'impact qu'il entend financer et le rendement qu'il espère dégager et ainsi poser le cadre limitatif dans lequel il agit.

La prise en considération des différentes possibilités nous renvoie à la notion de trade-off mentionnée par Spiess-Knafl & Scheck (2017). Elle nous semble nécessaire puisque le financement est une manière d'orienter l'activité de l'entreprise (Melka & Picard, 2021). Il est important que l'entrepreneur et l'investisseur soient alignés quant à l'orientation future de l'activité. Dans le cas contraire, ils pourraient

se trouver dans une situation dans laquelle le financeur fait pression sur l'entreprise et la pousse vers une dérive de mission (Ometto et al., 2019).

2. Considérer les potentiels investissements

Comme nous l'avons mentionné précédemment, l'évaluation d'un potentiel investissement est cruciale. C'est à ce moment que l'investisseur prend la décision de poursuivre le cycle d'investissement ou non. Autrement dit, cette étape permet à l'investisseur de sélectionner, parmi tous les potentiels projets identifiés, ceux pour lesquels l'investissement va se concrétiser.

Par exemple, le Good Food Fund a reçu une trentaine de projets, parmi lesquels certains étaient inéligibles et d'autres ont été rejetés après une analyse plus poussée.

Au cours de nos interviews, nous nous sommes rendu compte qu'il n'y avait pas de méthode unifiée pour cette étape du processus d'investissement non plus. Cela s'illustre notamment par les différentes techniques utilisées pour mesurer l'impact, sur lesquelles nous reviendrons.

a. Attention au mission drift

Il est ressorti de nos rencontres que le risque de mission drift n'était pas réellement pris en considération à ce moment de l'investissement. Plusieurs gestionnaires de fonds nous avouent par ailleurs que cette lacune est regrettable.

Toutefois, notre étude révèle que les investisseurs à impact tiennent compte d'autres critères. Ceux-ci limitent en pratique le risque de mission drift bien que ça ne soit pas l'objectif premier recherché par les investisseurs. D'autres, bien que prenant en compte les mêmes critères, estiment qu'il n'est pas possible de déterminer, à un stade précoce du cycle d'investissement, si l'entreprise risque de dévier de son objectif fixé.

Au cours de nos entretiens, nous avons relevé que tous les investisseurs accordent une importance particulière aux porteurs de projets et à leurs motivations. Monsieur Scattareggia nous dit : « Tu investis avant tout dans des personnes. Le mission drift va être surtout lié à la nature des personnes en qui t'investis. ». Dans le même sens, Monsieur Van Cauwelaert affirmait : « La première chose qu'on prend en considération, c'est les porteurs de projets. Pour nous, on investit dans la personne ». « C'est par les échanges et par le trajet qu'on fait avec les entrepreneurs qu'on peut vraiment comprendre dans quelle mesure leurs motivations sont réellement en impact ». Cette déclaration de Monsieur Rulmont nous renvoie aussi à la procédure utilisée au Citizenfund et que nous développons plus loin.

Au-delà de ses motivations, l'investisseur à impact considère également l'expérience de l'entrepreneur et ses connections à la communauté du domaine d'activité de l'entreprise. D'autres nuancent toutefois cette affirmation en complétant par la nécessité de considérer la qualité de l'équipe qui compose et porte le projet. Pour la SFPI, un entrepreneur seul est un clignotant négatif.

Nos observations confirment ce qu'Islam (2022) et Emerson & Smalling (2017) affirmaient dans leurs travaux. L'intégrité et le caractère de l'entrepreneur dans lequel il est investi sont des critères importants à prendre en considération (Islam, 2022).

Toutefois, nous devons mettre en doute le caractère objectif de cette méthode. En effet, un de nos intervenants mentionne que la décision repose parfois sur des indicateurs intangibles et subjectifs.

- La coopérative

Certains intervenants ont également mentionné la forme légale de l'entreprise comme un indicateur pratique vis-à-vis du risque de mission drift. Monsieur Boribon indique à ce propos que lorsque la

génération de bénéfices est limitée, comme c'est le cas en coopérative, le fait de poursuivre la mission est hautement probable. Dans ses explications, le co-fondateur du Citizenfund oppose ce fonctionnement à une entreprise qui ne se poserait aucun garde-fou.

Cependant, investir dans une coopérative en tant que fonds d'investissement n'est pas toujours la meilleure solution. Lors de notre première et troisième interview, les investisseurs nous expliquent qu'ils évitent d'investir dans les coopératives.

La première raison qui est invoquée concerne la gouvernance de la coopérative. En effet, le CSA prévoit à son article 6:44 que les statuts de la coopérative peuvent limiter le nombre de voix dont dispose chaque actionnaire. Le régime en vigueur garde le principe une part, une voix³⁸, auquel il est autorisé de déroger. Cependant, lorsqu'il y a limitation du pouvoir votal³⁹, l'action de l'investisseur à impact sur le mission drift est aussi limitée (Interview 1). De même, lorsqu'il y a aménagement des droits de vote et des participations au conseil d'administration, le pouvoir de l'investisseur est parfois mis en balance avec les autres parties prenantes (Interview 3). Cela est positif concernant la gouvernance inclusive mais peut aussi s'avérer contre-productif au niveau de la gestion du risque de mission drift.

Notons que ces constatations s'opposent au principe de limitation de la concentration du pouvoir qu'exposent Mertens et al. (2017). De plus, nous remarquons que certains investisseurs s'assurent d'aménager la gouvernance, notamment au niveau du pouvoir votal. Cela nous indique que les avis divergent et qu'il n'y a pas de consensus sur la question.

- *Autres critères*

Il est évident que l'investisseur à impact doit aussi évaluer la viabilité financière et technique des projets qu'il a précédemment identifiés. Concernant la viabilité financière, Monsieur Boribon prend position : il faudrait que les entreprises sociales aient un focus plus financier. En effet, il estime qu'une telle position pourrait être salvatrice et que cela permettrait aux entreprises sociales de ne pas se reposer uniquement sur des subsides pour survivre.

En ce sens, les critères généraux pris en considération rejoignent les techniques de due diligence traditionnelles (Interview 1, 4, 5 et 6). Comme pour tout investissement, il faut s'assurer que le projet soit viable à moyen et long terme. L'évaluation économique et technique se fait généralement sur base d'un examen du contexte dans lequel l'entreprise s'inscrit (Interview 2). Autrement dit, l'investisseur doit s'assurer que la solution proposée par l'entreprise en quête de financement répond effectivement à un problème. L'analyse du contexte global repose aussi sur la prise en compte de la concurrence, mais aussi sur les possibles réactions du marché. Les autres critères évalués dans la due diligence sont les plans financier et marketing, et les potentiels développements par exemple.

Notre quatrième interview nous rappelle que les investisseurs ont parfois d'autres critères de sélection. Outre un secteur d'activité particulier, nous pouvons par exemple penser aux objectifs de création de valeur à l'échelle belge auxquels les investissements de la SFPI doivent répondre. D'une certaine manière, cela nous renvoie à la déclaration de politique d'investissement et aux objectifs fixés par le fonds.

³⁸ S. GARROY, « Variations autour des coopératives en Belgique : aspects fiscaux et non fiscaux, propos rétrospectifs, dynamiques actuelles et réflexions prospectives », *op. cit.*, p. 469

³⁹ M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *loc. cit.*, p.1268 et 1269.

b. Diversité des méthodes

Comme nous l'avions souligné dans la première partie de notre travail, il existe différentes méthodes pour sélectionner les investissements qui vont se concrétiser. Ces différentes techniques ont également été observées lors de nos entretiens.

- *Grille d'impact*

Lors des interviews 1, 6 et 7, les investisseurs ont mentionné l'utilisation d'une grille d'impact. Nous remarquons que les critères repris dans les grilles ne sont pas uniformes d'un fonds à l'autre.

Ainsi, bien qu'elle reprenne des critères généraux d'ESG, la grille utilisée par le Good Food Fund s'intéresse principalement à des questions liées à l'alimentation durable. D'autres critères sont repris dans la grille comme la description des produits et services et des questions autour de la mission et des valeurs de l'entreprise envisagée. Monsieur Scattareggia nous précise toutefois qu'il s'agit de critères peu mesurables. L'utilisation de KPI n'est donc pas optimale.

À l'inverse, le fonds déployé par Impact Shakers utilise des KPI pour agrémenter la feuille de route qu'ils établissent. Cette feuille de route se concentre sur l'impact et plus particulièrement sur les critères ESG.

Dans le cadre de Change, la grille d'impact est la même pour chacun des projets afin d'objectiver l'impact. L'évaluation de chacun des critères s'accompagne d'une note ce qui permet d'établir une cote d'impact pour chacun des projets.

Un autre répondant nous explique qu'il n'utilise pas de grille d'impact précise pour évaluer l'impact que l'entreprise propose. En effet, avec le développement de sa structure, Lita.co peut ajouter aux données communiquées par l'entrepreneur des données récoltées sur le terrain et les comparer aux données sectorielles et scientifiques. La collaboration avec le réseau français de la plateforme est aussi un élément facilitant la mesure et l'évaluation de l'impact dans les projets envisagés.

- *Best in class*

Impact Shakers ne se limite pas à utiliser la grille d'impact pour choisir les investissements qui seront réalisés. Madame Braeckman nous explique qu'ils sélectionnent des entreprises qui ont un business model stable et dans lequel l'impact est central. Ils peuvent ainsi augmenter l'impact en développant l'activité de l'entreprise sociale.

Cette stratégie rappelle celle mise en œuvre par le Scale Up fund. La prospection et la sélection pour ce fonds se concentrent sur l'entreprise qui est la meilleure de sa catégorie. « Je choisis des petites entreprises qui font très bien leur boulot et qui ont un impact très pointu dans ce qu'elles font, mais de manière très limitée. » C'est ainsi que Monsieur Van Cauwelaert nous explique qu'il cherche les best in class car ce sont des entreprises qui ont déjà intégré la notion de l'impact dans leur fonctionnement. Cet ancrage garantit d'une certaine manière que l'entreprise soit durable par essence.

Nous remarquons ici que le Scale Up fund utilise le screening négatif pour identifier les opportunités d'investissement et le screening positif par la suite pour les sélectionner. Autrement dit, toutes les entreprises qui ne sont pas actives dans le secteur de la transformation alimentaire sont éliminées. Parmi les initiatives restantes, ne sont envisagées que les meilleures du marché. Concernant le screening négatif, nous renvoyons également à notre premier intervenant qui retient de ne plus investir dans l'HoReCa. Cela rejoint ce que Spiess-Knafl et Scheck (2017) présentaient dans leur travail.

- *Autres*

Nos interviews ont aussi mis en lumière d'autres techniques de sélection.

Nous pensons par exemple à la procédure par laquelle les entrepreneurs passent pour obtenir un financement auprès du Citizenfund. Tout commence par une discussion initiale avec l'équipe opérationnelle du fonds. Après avoir passé le premier filtre, l'entrepreneur présente son entreprise à un comité de sélection. Celui-ci se compose de deux coopérateurs, d'un des fondateurs et d'experts-métier. Le comité de sélection pose différentes questions pour appréhender les motivations de l'entrepreneur mais surtout pour vérifier la viabilité technique et financière du projet. Les experts-métier sont notamment spécialisés sur la durabilité et apportent des connaissances additionnelles sur la thématique ou sur les questions techniques liées au projet. La dernière étape repose sur l'intelligence collective de l'ensemble des coopérateurs. L'entrepreneur leur présente le contexte dans lequel son entreprise s'inscrit et répond aux questions qui lui seraient posées. Le projet est ensuite soumis au vote de l'ensemble des coopérateurs.

Notons que le processus de sélection chez Change repose également sur plusieurs étapes. En effet, la décision d'investissement n'est pas prise par l'équipe de gestion mais par deux comités indépendants. Le premier est le comité d'éligibilité. Celui-ci se concentre sur l'impact et l'évalue, dans la grille pré-indiquée, sur base d'une note courte de 5 pages décrivant le projet. Lorsque la cote moyenne de l'impact est déterminée et positive, le comité d'investissement procède alors à la due diligence plus traditionnelle.

- *Conclusion*

De façon générale, il ressort de nos entretiens que chacune des méthodes permet de limiter, d'une façon ou d'une autre, le risque de mission drift au moment de choisir l'investissement.

Grâce à la grille d'impact, l'investisseur s'assure que l'entreprise remplit certains critères objectifs, bien que difficilement mesurables. D'un autre côté, les investisseurs qui optent pour les best in class sont rassurés quant à l'ancrage de la mission dans les processus de l'entreprise et à la pérennité du projet. Par rapport aux autres procédures de sélection, Monsieur Boribon nous explique que la longueur du processus permet de ne garder que les entrepreneurs réellement motivés par la mission sociale et par l'impact.

Cela montre bien qu'il y a plusieurs moyens pour lutter contre le risque de mission drift. Nos résultats confortent d'ailleurs ce que nous avons découvert dans la littérature actuelle : il n'y a pas d'unanimité sur le sujet. L'impact et l'ancrage de la mission sociale dans le fonctionnement de l'entreprise restent cependant des critères centraux pour l'identification et la sélection des projets à financer.

c. *Comparaison avec les agréments*

Au vu des critères pris en considération par les investisseurs, nous pouvons nous interroger sur la ressemblance qu'ils ont avec les agréments de la coopérative. Bien qu'appartenant au spectre de l'entreprise sociale, la coopérative n'entre pas dans notre champ de recherche. Toutefois, nous ne sommes pas sans savoir que le CSA a introduit différents agréments pour cette forme de société⁴⁰.

- *La coopérative agréée*

Sous l'ancien code des sociétés, les coopératives pouvaient être agréées CNC. Vulgairement, il était connu pour être l'agrément des vraies coopératives⁴¹. Bien qu'il ait changé de nom, cet agrément continue d'exister après la réforme du droit des sociétés. La coopérative peut aujourd'hui être agréée

⁴⁰ O. CAPRASSE, *Introduction au droit des sociétés*, syllabus, Université de Liège, 2022-2023, p.261 à 265.

⁴¹ La vraie coopérative est opposée à la fausse coopérative que ne fait que profiter du régime plus souple dont la forme juridique bénéficie. Pour plus de développements, nous renvoyons à S. GARROY, « Variations autour des coopératives en Belgique : aspects fiscaux et non fiscaux, propos rétrospectifs, dynamiques actuelles et réflexions prospectives », *op. cit.*, p. 469.

en vertu de l'article 8:4 du CSA. Celui-ci renvoie à la loi du 20 juillet 1955⁴², qui posait déjà les conditions de l'agrément sous l'ancien régime.

L'utilisation des conditions de cet agrément pour notre comparaison n'est pas pertinente. En revanche, nous pouvons nous pencher sur l'agrément de la coopérative en entreprise sociale. Ce dernier présente quelques nuances intéressantes par rapport à la coopérative agréée⁴³.

- *L'entreprise sociale agréée*

La coopérative peut être agréée en entreprise sociale en vertu de l'article 8:5 du CSA. L'agrément ne s'applique pas aux SRL que nous envisageons pour ce travail. Néanmoins, nous remarquons que les critères pris en considération par les investisseurs à impact se rapprochent de ceux de l'agrément.

En effet, l'agrément en entreprise sociale repose sur des contraintes négatives quant à la distribution du bénéfice et des contraintes positives concernant la poursuite du but social⁴⁴.

La contrainte relative à la distribution du bénéfice est organisée par deux arrêtés royaux de 1962 et 2019⁴⁵. Nous pouvons retenir que l'affectation du boni de liquidation doit correspondre au but social poursuivi par l'entreprise⁴⁶. De plus, les dividendes sont plafonnés à hauteur de 6%. Ils ne peuvent être distribués qu'après toute affectation utile et nécessaire pour l'activité sociale⁴⁷. Nous remarquons que cette contrainte correspond à la pratique d'affectation du surplus décrite par Moreau & Mortier (2017). La prise en considération de cette démarche n'est toutefois pas centrale pour tous les investisseurs. Nous remarquons ainsi qu'elle fait parfois l'objet de questions particulières ou de critères sous-jacents dans les grilles d'impact développées par les investisseurs (Interview 2).

En revanche, il est à noter que les contraintes concernant le but social sont primordiales dans les démarches des investisseurs. Nous le constatons dès les premières étapes de l'investissement mais nous aurons l'occasion de le découvrir aussi dans la suite du processus d'investissement. Les rencontres que nous avons eues mettent en lumière que l'investisseur préfère l'entreprise dans laquelle la mission sociale est intégrée dans le fonctionnement et dans ses documents contraignants.

Notons que la notion d'impact est perçue différemment en fonction des investisseurs. Autrement formulé, nous pouvons affirmer que le but social tel que compris par les répondants correspond en réalité à une définition très large. Ceci correspond à ce que la littérature identifie⁴⁸ et à la définition donnée par la Cour de Cassation en 2013⁴⁹, qui envisage l'intérêt social comme celui de toutes les parties prenantes, actuelles et futures. L'arrêt de la Cour inspire par ailleurs le législateur en 2019 concernant la définition de l'intérêt général⁵⁰. En effet, l'article 8:5 prévoit que l'intérêt général est celui

⁴² Loi du 20 juillet 1955 portant institution d'un Conseil national de la Coopération, *M.B.*, 10 août 1955.

⁴³ Pour une comparaison des deux régimes voy. S. GARROY, « Variations autour des coopératives en Belgique : aspects fiscaux et non fiscaux, propos rétrospectifs, dynamiques actuelles et réflexions prospectives », *op. cit.*, p. 470.

⁴⁴ M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *loc. cit.*, p.1263.

⁴⁵ Arrêté royal du 8 janvier 1962 fixant les conditions d'agrément des groupements de sociétés coopératives et des sociétés coopératives, *M.B.*, 19 janvier 1962 et arrêté royal du 28 juin 2019 fixant les conditions d'agrément comme entreprise agricole et comme entreprise sociale, *M.B.*, 11 juillet 2019.

⁴⁶ S. GARROY, « Variations autour des coopératives en Belgique : aspects fiscaux et non fiscaux, propos rétrospectifs, dynamiques actuelles et réflexions prospectives », *op. cit.*, p. 470 et M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *loc. cit.*, p.1265.

⁴⁷ M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *loc. cit.*, p.1263.

⁴⁸ *Ibid.*, p.1263.

⁴⁹ Cass., 28 novembre 2013, R.G. n° C.12.0529.N, disponible sur www.juportal.be.

⁵⁰ M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *loc. cit.*, p.1250 et 1251.

qui génère « un impact sociétal positif pour l'homme, l'environnement ou la société »⁵¹. Or, nous constatons que ce sont ces mêmes critères qui sont utilisés par les investisseurs à impact lors de leur sélection.

Pour résumer, la spécialité légale des entreprises sociales agréées limite leur activité. En effet, le but principal de l'entreprise doit être social. Cela implique que le but de lucre ne peut être que secondaire. Plus précisément, celui-ci est tempéré par la limitation de la distribution et affectation du surplus. Nous remarquons que ces critères sont généralement ceux utilisés par les investisseurs à impact pour identifier et sélectionner leurs investissements.

3. Négocier les modalités

Nous avons constaté lors de nos entretiens que les entreprises et les investisseurs étaient relativement libres quant à la négociation des modalités de l'investissement. Dans la pratique, il est fait bon usage de la diversité des formes d'investissement. Nous remarquons ainsi que les modalités de l'investissement dépendent de plusieurs critères que nous allons analyser ci-après.

Notons toutefois que le pouvoir de négociation des investisseurs est parfois limité. En effet, lorsque plusieurs acteurs investissent ensemble dans le même projet, chacun d'entre eux dispose d'un pouvoir de négociation plus faible (Interview 1, 3 et 4). Il faut donc s'assurer que les co-investisseurs partagent les mêmes valeurs et la même mission. D'après Monsieur Van Cauwelaert, la concordance des exigences de mission sociale des co-investisseurs pousse les entreprises sociales à respecter leurs engagements.

a. Forme de l'investissement

Les investisseurs à impact que nous avons rencontrés nous ont indiqué l'utilisation de différentes formes d'investissement comme le prêt, convertible ou non, et l'investissement en equity.

Dans le cadre de notre recherche, nous n'avons pas limité la forme que peut prendre l'investissement à impact. Nous allons donc nous intéresser à chacune d'entre elles. Plus particulièrement nous allons nous concentrer sur l'influence que le choix de la modalité d'investissement a sur la limite du risque de mission drift.

- Prêt

La première forme d'investissement sur laquelle nous allons nous pencher est le prêt.

Les personnes que nous avons rencontrées soulignent un avantage majeur : le prêt permet de contourner la problématique de valorisation (Interview 1 et 2). En effet, il n'y a nul besoin d'évaluer la valeur de l'entreprise pour déterminer le montant et les modalités du prêt. Cela rend la technique plus accessible et moins lourde au niveau des procédures. Ne pas avoir de contrainte de valorisation s'avère surtout utile dans le cas de nouvelles entreprises, qui n'ont pas encore de vente et dont la valorisation se trouve beaucoup plus complexe.

Il est à noter que le prêt peut aussi être convertible. Cela signifie que le prêt peut, au bénéfice de l'investisseur, être converti en fonds propres. La technique du prêt convertible nous paraît courante puisqu'elle est mise en œuvre par la majorité des investisseurs rencontrés qui investissent sous forme de prêts. Un des avantages que cette méthode présente est le report de l'exercice de valorisation à plus tard, notamment quand plus d'indicateurs peuvent être considérés (Interview 1 et 2).

⁵¹ CSA, art. 8:5 §1^{er} 1°.

Dans le cadre du prêt, il n’y a pas réellement de surprise car la sortie est prédéterminée, l’étalement du remboursement étant convenu sur une certaine durée. Le cas échéant, les modalités de la potentielle conversion sont préétablies. Pour le Good Food Fund, le remboursement s’étend sur 12 mois et la conversion, quand elle a lieu, s’accomplit en 3 à 6 mois.

- *Obligation*

Le prêt n’est pas la seule modalité d’investissement en dettes. Chez LITA.co par exemple, l’investissement peut aussi prendre la forme d’obligations. Tout comme le prêt et les actions, les conditions d’investissement sont négociées avec l’entreprise. Il est d’ailleurs possible de prévoir des objectifs de performances sociale ou environnementale pour conditionner le taux de rendement des obligations.

- *Fonds propres*

Le troisième type d’investissement populaire auprès des investisseurs à impact est l’investissement en fonds propres. Le private equity est souvent considéré comme l’investissement au sens traditionnel du terme. Nous parlons aussi d’investissement en capital.

L’investissement en fonds propres n’échappe pas à l’exercice de valorisation de l’entreprise et des actifs. Cela n’empêche pas certains investisseurs de le considérer comme un investissement aisé (Interview 3 et 7). Notons toutefois que la sortie de l’investissement, sur laquelle nous allons revenir, peut s’avérer plus difficile (Interview 3 et 4).

- *Co-fondateur*

Bien qu’il ne s’agisse pas d’une pratique courante, l’investisseur peut être co-fondateur de l’entreprise qu’il finance (Interview 1 et 3). De ce fait, il peut prévoir de mentionner la mission sociale dans les statuts de l’entreprise. Comme nous l’avons développé dans la première partie de ce travail, la spécialité statutaire représente une contrainte sur l’activité que mène l’entreprise sociale.

b. Comparaison de la force juridique

Bien que les modalités générales de l’investissement soient intéressantes aux yeux de l’investisseur, elles ne sont pas toujours pertinentes au regard de l’influence qu’elles ont sur le risque de dérive de mission. Pour répondre à notre question de recherche, nous devons nous intéresser à la force juridique que les différentes modalités d’investissement ont.

- *Contrat de prêt*

La convention de prêt est un accord entre l’entreprise sociale financée et l’investisseur à impact. Les investisseurs qui en parlent nous disent : « C’est quand-même assez rassurant, parce que dans le prêt, tu peux mettre ce que tu veux. ». Nous reconnaissons ici le principe de liberté contractuelle prévu à l’article 5.14 du Code civil.

Pour rappel, la convention de prêt étant un contrat, elle est valablement formée lorsqu’il y a concours des volontés exprimées par les deux parties⁵². Les obligations qui naissent du contrat ont alors force de loi pour ceux qui l’ont conclu⁵³.

Cela signifie que les investisseurs, en accord avec les sociétés financées, peuvent prévoir des clauses de conditions ou de sortie liées à la performance sociale ou environnementale de l’activité de l’organisation. Celles-ci seront alors contraignantes pour l’entreprise sociale.

⁵² P. VAN OMMESLAGHE, « Chapitre 1 - Le contrat : définition et classifications » in *Tome II – Les obligations*, 1e édition, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 134 et Cass., 16 juin 1960, R.C.J.B., 1962, p. 301.

⁵³ P. VAN OMMESLAGHE, « Chapitre 2 - Les principes fondamentaux du régime contractuel » in *Tome II – Les obligations*, 1e édition, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 169 et 173.

Cependant, nous devons nuancer la validité juridique et l'efficacité pratique de telles clauses. Tout d'abord, nous devons rappeler que les clauses constituant le contrat ne peuvent ni être abusives⁵⁴, ni contraires aux bonnes mœurs et lois impératives⁵⁵. Au niveau de l'aspect pratique, nous pouvons déjà annoncer la difficulté de mise en œuvre de certaines clauses. Certains répondants nous expliquent qu'ils ne savent pas imposer le respect de la mission tel que prévu dans le contrat puisque cela mettrait en péril la pérennité financière de l'entreprise. Nous reviendrons plus loin sur les clauses de sorties.

Un second avantage est que, contrairement aux autres modalités envisagées dans ce travail, la validité juridique du prêt ne nécessite pas le contrôle d'un notaire (Interview 1).

- *Pactes d'actionnaires*

L'investisseur a également un pouvoir sur les décisions prises par l'entreprise lorsqu'il en est actionnaire. Il est toutefois souligné que celui-ci est plus limité en comparaison avec le prêt.

« Tu as moins de pouvoir décisionnel quand tu es en capital et que tu es minoritaire que quand tu fais un prêt ». Autrement dit, l'investisseur qui est actionnaire minoritaire doit faire confiance aux organes de gestion de l'entreprise sociale. En effet, à moins que l'entreprise adopte une gouvernance alternative⁵⁶, le pouvoir votal d'un actionnaire dépend du nombre de parts qu'il détient dans l'entreprise financée⁵⁷. S'il n'est pas majoritaire, et sans casquette additionnelle, il n'aura que très peu de pouvoir pour influencer les décisions prises et les actions menées. Cela limite donc son contrôle sur le risque de mission drift.

Afin d'apporter quelques garanties, l'investisseur peut se reposer sur les pactes d'actionnaires. Pour rappel, le pacte d'actionnaires est un contrat établi entre les actionnaires⁵⁸ notamment afin d'organiser la structure de la gouvernance de l'entreprise dont ils sont actionnaires (Interview 5, Guez, 2015). Il s'agit donc d'un outil situé au croisement du droit des obligations et du droit des sociétés⁵⁹. Cela signifie que les conditions de validité du contrat et les limitations que nous avons citées pour la convention de prêt sont également applicables⁶⁰.

Il est préférable que le pacte d'actionnaires soit conclu avec tous les actionnaires entrant au même moment car il permet de fixer les conditions globales de l'investissement et éviter les conflits d'intérêt (Interview 4 et 6). Néanmoins, une négociation commune présente quelques inconvénients pratiques pour l'investisseur à impact. L'attention à la mission à impact peut parfois être abordée avec moins de rigueur par exemple (Interview 4, 5 et 6).

C'est pourquoi il est également possible d'établir des side letters (Interview 4). Il s'agit d'engagements pris directement entre un actionnaire et la société. Vulgairement, nous pourrions les qualifier de pactes

⁵⁴ Pour des exemples de clauses abusives : Loi du 21 décembre 2013 relative à diverses dispositions concernant le financement des petites et moyennes entreprises, *M.B.*, 31 décembre 2013, art 13 ;

⁵⁵ Pour un détail sur les sanctions prévues en cas de violation de ces règles, nous renvoyons à S. PARSA et P. SAERENS, « La liberté contractuelle » in *Obligations. Traité théorique et pratique*, Liège, Wolters Kluwer Belgium, 2023, p. 21 à 43 et Cass., 2 février 1973, Pas., 1973, I, p. 529 ; Cass., 23 décembre 1977, Pas., 1978, I, p. 480 ; Cass., 16 février 1979, Pas., 1979, I, p. 718.

⁵⁶ CSA, art. 5:46 et P. BOSSARD, « Les pactes d'actionnaires - point de rencontre du droit contractuel et du droit des sociétés », RPS-TRV, 2021/7, p.725.

⁵⁷ CSA, art. 5:42.

⁵⁸ X, « Les pactes d'actionnaires : utilité, clauses typiques et effets juridiques », disponible sur www.lebouard-avocats.fr, 5 mai 2023.

⁵⁹ P. BOSSARD, *op. cit.*, p.724.

⁶⁰ *Ibid.*, p. 727 ; pour les clauses abusives, nous renvoyons à la loi du 4 avril 2019 modifiant le Code de droit économique en ce qui concerne les abus de dépendance économique, les clauses abusives et les pratiques du marché déloyales entre entreprises, *M.B.*, 24 mai 2019, art. 13 à 23.

d'actionnaire individuels. Notons qu'il est primordial de rester transparent avec les autres actionnaires pour éviter de se trouver dans des situations pour lesquelles l'entreprise sociale se trouve tenue par des accords secrets et contradictoires.

Madame Philippe nous explique plus précisément que les pactes d'actionnaires sont une solution au problème d'influence sur le risque de dérive de mission puisqu'ils peuvent organiser la composition des organes de gouvernance. Ainsi, la société fédérale rédige le pacte afin d'obtenir un siège dans le conseil d'administration. C'est également une condition qui est négociée par le fonds Change.

Soulignons que le pacte d'actionnaire peut aussi contenir les clauses habituelles. Celles-ci sont sans relation directe avec l'impact, d'autant plus lorsque le tour de table se compose de différents investisseurs ne partageant pas les valeurs d'impact social ou environnemental. Monsieur Herbiet souligne d'ailleurs qu'il est parfois difficile d'imposer des conditions particulières concernant l'impact. Dans le cas où il n'est pas possible d'imposer ses conditions dans le pacte d'actionnaires, l'investisseur à impact peut également décider de se retirer du processus. C'est notamment ce qui est mis en place par le Scale Up fund.

- *Statuts*

Lorsque l'investisseur à impact est à ce titre également fondateur de l'entreprise sociale financée, il a donc la possibilité de rédiger les statuts pour y inscrire la mission sociale. Un de nos intervenant nous explique : « Par rapport à la mission, on avait mis ça dans les statuts. Donc, si t'es co-fondateur, tu peux rigidifier les statuts avec eux. »

Comme nous l'avions mentionné dans la première partie de notre travail, l'inscription de la mission sociale dans les statuts de l'entreprise est une façon de diminuer le risque de dérive de mission. En effet, l'objet social va limiter le pouvoir des organes de gestion⁶¹.

c. *Préférence des investisseurs*

- *Besoins de l'entreprise*

Dans la majorité des interviews que nous avons tenues, nous remarquons que l'investissement ne prend pas une forme unique. Ainsi, nous entendions dans notre deuxième interview : « On a fait à la fois du prêt et de l'investissement. On dialogue beaucoup avec les projets en fonction de leurs besoins. ». Un autre nous disait : « C'est fort à la carte. » et expliquait que les modalités dépendaient du contexte dans lequel l'entreprise se trouvait. Autrement dit, l'investissement dépend surtout des besoins de l'entreprise sociale financée (Interview 6).

Les besoins sont divers. Il peut par exemple s'agir d'un besoin de fonds propres pour que l'entreprise ait accès à d'autres financements. Cela signifie que les exigences des autres co-investisseurs vont également influencer la forme que l'investissement va prendre.

Être attentif aux besoins de l'entreprise sociale est une façon de limiter le risque de mission drift. En effet, il nous semble qu'un financement adapté oriente favorablement l'entreprise sociale vers le maintien de la mission sociale.

De plus, l'adaptation des modalités aux besoins de l'entreprise concerne également les clauses organisant la gouvernance ou l'accompagnement que l'investisseur peut fournir en termes de gestion, de réseau ou d'impact. Un de nos intervenant affirme d'ailleurs que la négociation des modalités dépend en priorité de ce qui est bon pour l'entreprise. Les clauses qui imposent le maintien de la mission à impact sont donc pour lui des inquiétudes de second plan.

⁶¹ O., CAPRASSE, *Introduction au droit des sociétés*, syllabus, Université de Liège, 2022-2023, p.13 à 16.

- *Influence sur le risque de mission drift*

Comme nous l'avons développé ci-dessus, les conventions et pactes d'actionnaires permettent à l'investisseur de poser des garde-fous quant à l'activité de l'entreprise sociale. Il est ainsi possible d'imposer des clauses aux entreprises pour qu'elles respectent leur mission sociale.

Une grande partie des investisseurs que nous avons rencontrés incluait déjà ce genre de clause. Elle s'exprime en termes d'objectifs fixés (Interview 3) ou en termes plus généraux (Interview 1). Le Scale Up fund prévoit par exemple une proportion de produits BIO à atteindre. Une autre illustration est la clause prévue par la SFPI pour corréliser la rémunération des gestionnaires de fonds⁶² à des KPI sociaux.

Certains, qui ne prévoient pas une clause contraignante et limitative du risque de mission drift, nous expriment qu'ils le déplorent. Nous reviendrons cependant sur l'efficacité d'une telle clause plus loin.

- *Durée*

La durée de l'investissement est relativement variable. Au vu des entretiens que nous avons menés, la durée ne semble pas être un facteur influant sur le risque de dérive de mission. Nous devons toutefois noter que les fonds sont généralement établis pour une durée limitée, avec des objectifs de rendement déterminés. Dès lors, nous pouvons nous demander dans quelle mesure cette pression de performance dans le temps ne risque pas de pousser négativement vers la dérive de mission comme le soulignaient Klein et al. (2021) et Ometto et al. (2019).

4. Appréhender la mesure de l'impact

Comme nous le savons, la mesure de l'impact est une problématique centrale dans l'investissement à impact (Gardin et al., 2017, Saul et al., 2023). La même constatation ressort de nos interviews. Ainsi, lors de notre troisième entrevue, l'intervenant nous explique : « La mesure reste l'élément clé et objectivable. Elle est utilisée pour l'ensemble des participations de telle manière à pouvoir remonter l'information. »

a. Valeur sociale

À l'heure actuelle, tout est valorisé dans une entreprise (Barman, 2016). Il est généralement fait référence à l'évaluation de la performance de l'entreprise, sous-entendue comme économique (Mertens et al., 2017). Cependant, la notion de performance doit être étendue. Bugg-Levine & Emerson (2011) affirmaient déjà que toute entreprise avait un impact écologique et social en plus de l'impact financier. Les différents degrés de chacune de ces composantes dans la valeur sociale dépendent généralement de la forme juridique de l'entreprise (Lazzarini, 2020). Dès lors, il semble logique que l'impact des entreprises, surtout lorsqu'elles sont sociales, soit mesuré et valorisé (Barman, 2016, Mertens et al., 2017).

b. Approches dans la littérature

Jusqu'à il y a peu, l'impact et sa mesure ne suscitaient pas de grand intérêt (Mertens et al., 2017). Une des conséquences de cette lacune est qu'il n'y pas de méthode unifiée pour appréhender l'impact social ou environnemental généré par une entreprise, particulièrement dans le cas où elle est sociale.

Or, nous l'avons vu dans les précédents points, la mesure de l'impact est primordiale. En effet, elle est utile pour la gestion interne de l'entreprise (Mertens et al., 2017, Phillips & Johnson, 2021) mais aussi pour des raisons de transparence envers les parties prenantes (Wilson, 2016). La façon dont la mesure est appréhendée dépend donc de son utilité (Gardin et al., 2017, Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

⁶² La société fédérale investi également dans des fonds à impact comme Phitrust. Cela leur permet de réaliser des investissements à impact de façon indirecte.

La littérature actuelle propose deux approches de la mesure de l'impact. D'un côté, l'impact est envisagé comme le résultat d'une activité. De l'autre, l'analyse se concentre sur le processus qui mène à l'impact. Autrement dit, la première approche se rapporte aux effets causés par l'activité alors que la seconde s'intéresse à la concordance des moyens mis en place par l'entreprise vis-à-vis des objectifs fixés (Gardin et al., 2017, Mertens et al., 2017).

c. Méthodes des investisseurs rencontrés

En fonction du fonds d'investissement, les ressources à disposition pour mesurer et confirmer l'impact des entreprises sociales sont parfois limitées. Plusieurs intervenants le soulignent eux-mêmes : « On n'a pas les ressources pour aller voir dans chaque entreprise de quelle manière elle accomplit sa mission environnementale ou sociale. » (Interview 2). Toutefois, cela ne signifie pas que les investisseurs à impact n'utilisent aucune mesure de l'impact pour identifier, considérer et suivre un investissement.

- *Les indicateurs des entreprises*

Lors de notre entretien avec Monsieur Boribon, il a été mis en lumière que les entreprises sociales développaient elles-mêmes des outils de mesure. Elles vont ainsi évaluer leur impact et illustrer leur raison d'être. L'investisseur à impact peut donc se reposer sur ce que l'entreprise sociale met déjà en œuvre pour mesurer les effets de son investissement à moindre coût.

Dans le même sens, Impact Shakers accompagne les entreprises sociales pour les aider à incorporer dans leurs processus une mesure de l'impact.

Monsieur Van Cauwelaert note également que les impulsions belges et européennes concernant le reporting non-financier pousse de plus en plus les entreprises à mesurer et communiquer sur leur impact. Cela rejoint les constatations que nous avons faites sur base des travaux de Saul et al. (2023) ou Van Lerberge, Vermoortel et Wauters⁶³ concernant la CSRD.

Certains investisseurs vont plus loin en demandant par exemple aux entreprises de justifier ou d'appuyer leurs déclarations par les apports scientifiques et des études de marché. La fiabilité des données fournies peut aussi être confirmée grâce à l'étude des comparables et les revues internes (Interview 5). On remarque qu'il s'agit ici de l'approche « processus » que la littérature identifie (Gardin et al., 2017, Mertens et al., 2017).

- *Les certifications et labels*

D'autres investisseurs se reposent sur les certifications externes pour évaluer l'impact ou s'assurer que l'entreprise reste sur la voie annoncée. Par exemple, les intervenants ont mentionné la certification BIO, octroyée notamment par Certysis (Interview 3). Le contrôle bimensuel qui est effectué par l'organisme externe garantit que les produits respectent les engagements BIO.

La certification B-corp est également citée (Interview 3). Des réserves sont toutefois émises quant à l'utilité de cette homologation.

Un autre label permet de compléter le contrôle de l'investisseur sur la mesure de l'impact. Il s'agit du label Finance solidaire, développé par Financité. Celui-ci se base sur des critères liés à la solidarité, à la responsabilité sociale et à la transparence. Il est organisé un contrôle interne et un contrôle externe de façon annuelle, à tout le moins (Financité, 2021).

⁶³ R. van LERBERGE, M. VERMOORTELE et B. WAUTERS, "La taxonomie européenne – une opportunité sans précédent pour un futur durable et assurable », Bull. ass. 2023, liv. 27, p. 13 à 30.

- *Autres*

Une autre façon d'estimer l'impact généré par une entreprise sociale est de se reposer sur des outils développés par les organismes partenaires. Dans ce sens, nous pensons par exemple à Impact Star qui est l'outil développé par Invest BW, partenaire du Scale Up fund (Interview 3).

5. Assurer le suivi

Nous constatons qu'au niveau du suivi opéré, la pratique rejoint ce que la littérature avance. En effet, les investisseurs assurent un contrôle de la performance mais aussi un accompagnement des entreprises sociales. La pratique observée coïncide donc avec ce qu'affirmaient Léon & Rabary (2024) : l'assistance technique et le partage d'expérience améliorent la qualité d'un investissement à impact.

a. Suivi de l'impact

Comme nous l'avons mentionné ci-avant, la mesure de l'impact est centrale dans la surveillance de la performance. Sans outil standardisé, nous remarquons que les répondants utilisent différentes méthodes pour superviser et contrôler l'impact.

Au niveau de l'aspect pratique que nous avons constaté, nous pouvons par exemple citer celle utilisée par Change. Le suivi de l'impact se base sur la grille d'impact initiale. Autrement dit, les critères utilisés dans la première phase du processus d'investissement sont ceux pris en considération lors de l'évaluation biannuelle effectuée. La façon d'évaluer ces critères est identique à celle utilisée au début du cycle d'investissement. Le comité de suivi de participation évalue aussi la santé financière, l'évolution de l'équipe et du marché par le biais d'une note détaillée. Sur base de celle-ci, des recommandations sont formulées auprès du conseil d'administration.

Dans le cas de Good Food Fund, la grille d'impact aurait également été utilisée. Pour rappel, les indicateurs ne sont pas chiffrés, contrairement à notre exemple précédent. Cela a pour conséquence qu'une faible performance sociale n'influencerait pas négativement le score attribué à l'entreprise sociale évaluée.

Une autre manière d'assurer le suivi de la mission sociale en tant qu'investisseur est d'établir des lignes de conduite ou des objectifs avec l'entreprise. C'est le cas pour les investissements réalisés par Impact Shakers ou le Scale Up fund. Pour illustrer cette méthode par un exemple concret, nous pouvons citer le cas de TCO Service qui a pour objectif d'atteindre un quota de 75% de produits BIO d'ici 5 ans. La mesure annuelle de cette proportion permet de s'assurer que l'entreprise sociale reste sur le bon cap (Interview 3).

Comme nous l'avons mentionné dans la section précédente, certains investisseurs se basent sur les chiffres communiqués par les entreprises pour apprécier l'impact. Les méthodes de reporting et les normes de références varient donc d'un investisseur à l'autre et d'une entreprise sociale à l'autre. Le calcul de l'impact repose parfois sur d'autres indicateurs. Par exemple, l'évolution du chiffre d'affaires à la hausse ou à la baisse peut être la conséquence d'un développement de l'activité et ainsi de l'impact qui en résulte (Interview 2 et 3).

Nous reconnaissons que la pratique concorde avec ce que Emerson & Smalling (2017) affirmaient dans leur ouvrage.

b. Accompagnement des entreprises

Nos entretiens révèlent un autre aspect du suivi de l'impact. En effet, les investisseurs rencontrés mentionnent des séances de coaching et d'accompagnement organisées par le fonds au profit des entreprises sociales financées. Nous allons développer ces pratiques ci-après.

Soulignons déjà que cela coïncide avec la littérature concernant le processus d'investissement (Spiess-Knafl & Scheck, 2017) et celle concernant les moyens de modérer le risque de dérive de mission (Lahaye & Janssen, 2016, Ometto et al., 2019, Serres et al., 2022).

- *Contact*

« On est en contact tous les mois avec tous les projets. », nous affirme Monsieur Boribon. Ce contact permet au Citizenfund de vérifier les activités menées par l'entreprise sociale et la direction que celles-ci prennent. Le contact dont il est question dans cette partie est celui que l'entreprise sociale entretient directement avec les équipes de coordination du fonds.

Les échanges mensuels sont positifs tant pour l'investisseur et son contrôle sur la mission drift que pour l'entreprise sociale.

Pour l'entreprise sociale, l'interaction avec l'investisseur offre la possibilité de discuter des difficultés qu'elle rencontre. Le dialogue, d'autant plus lorsque l'investisseur est expérimenté dans la gestion d'entreprise, facilite la recherche de solutions aux problématiques rencontrées.

Pour l'investisseur, les échanges donnent l'occasion de rendre compte de l'évolution des activités et de l'impact. Sans nécessiter un reporting complet, les discussions mensuelles aident à garder un œil sur la mission sociale et sur les moyens mis en œuvre pour l'atteindre.

Notons toutefois que la communication et la transparence sont des piliers nécessaires pour obtenir les effets positifs décrits.

- *Coaching et conseil*

Le coaching est aussi une pratique que nous avons pu identifier lors de nos entretiens. Il s'agit généralement d'un contact mensuel, organisé à l'initiative de l'entreprise sociale et de l'investisseur. Néanmoins, le but des coachings va au-delà du simple suivi. Les échanges visent à accompagner mieux les entreprises sur certains points. Le coaching peut manifestement être considéré comme l'évolution suivante du contact que nous avons développé ci-avant.

Nous remarquons que les sujets des coachings diffèrent d'un investisseur à l'autre et d'une entreprise à l'autre. Nous pouvons ainsi supposer qu'ils s'adaptent aux besoins de l'entreprise.

Par exemple, le coach assigné à un des projets du Good Food Fund accomplira plusieurs missions auprès de l'entreprise. « Ça nous permet aussi de garder la main en termes d'impact et en termes de rentabilité. »

Chez Impact Shakers, le coach accompagne principalement l'entreprise au niveau de la mesure de l'impact et de l'intégration de celle-ci dans les processus de production.

Comme nous l'avons mentionné au début de cette partie, le coaching semble être l'étape plus évoluée du simple contact. Cela n'empêche que le coaching présente le même intérêt pour l'entreprise et pour l'investisseur.

Pour l'entreprise, l'accompagnement va lui permettre de surmonter les problèmes rencontrés afin de continuer son développement. Pour l'investisseur, le coaching permet de se rendre compte de l'évolution et au besoin d'intervenir pour réorienter l'activité afin d'atteindre les objectifs sociaux ou environnementaux, en plus de ceux de performance financière.

Toutefois, nous devons nuancer notre propos. En effet, la technique du coaching n'est pas infaillible. Une des limites exprimées par un des répondants est que le coach n'adhère parfois pas aux valeurs du fonds ou de l'entreprise aidée. Un expert en marketing n'a, par exemple, pas toujours un focus orienté

social ou environnemental. Il faut donc prévoir un second coach « pour éviter que l'impact soit mis au second plan ».

Le rôle de conseil de l'investisseur à impact est aussi un élément à prendre en considération. Outre les conseils propres à la gestion financière et économique, l'investisseur peut suggérer des actions pour maintenir la mission. La suggestion peut être directe ou indirecte (Interview 4). De manière directe, l'investisseur peut proposer des solutions aux questions que se posent l'entreprise. Pour l'influence indirecte, l'investisseur peut proposer la mise en relation de l'entreprise avec d'autres acteurs du milieu (Interview 4 et 5). Comme nous l'avons vu, les interactions avec les parties prenantes entourant l'entreprise sociale permet d'ancrer la mission sociale dans son fonctionnement et ainsi limiter le risque de dérive (Klein et al., 2021, Lahaye & Janssen, 2016, Ometto et al., 2019).

- *Implication active*

Nous avons déjà sous-entendu dans ce travail la possibilité, pour un investisseur, d'avoir une autre casquette au sein de l'entreprise. Ce point vise à développer les conséquences de cette éventualité au regard de la modération du risque de mission drift.

Par exemple, Monsieur Van Cauwelaert fait partie du comité ESG d'une entreprise qu'il finance. Un autre exemple est la participation des actionnaires aux assemblées générales et parfois dans des organes de gestion (Interview 3, 4 et 6).

Par ce biais, l'intervention de l'investisseur à impact est prévue dans la gouvernance de l'entreprise. Son moyen d'action sur le risque de dérive de mission peut donc être important.

6. Organiser la sortie

La sortie de l'investissement est la dernière étape du processus d'investissement. Néanmoins, elle ne doit pas être négligée par l'investisseur. En ce sens, Monsieur Rulmont nous explique qu'anticiper les modalités de sortie permet de limiter la spéculation autour de l'investissement à impact et d'augmenter la prévisibilité des investissements. L'ONES (2016) mettait en garde contre les dangers de la spéculation autour de l'action sociale. Nous n'entrons pas dans plus de détails dans le cadre de ce travail.

Avant de développer plus en détail les différentes modalités mises en œuvre par les investisseurs rencontrés, nous devons mettre l'accent sur une remarque récurrente : il y a une différence entre ce qui est prévu et ce qui est effectivement réalisé. Il ressort ainsi de nos interview 1, 3 et 4 qu'il est parfois impossible de sortir d'un investissement bien que des clauses le prévoient. Par exemple, les modalités de remboursement du prêt non-convertible ou non-converti vont être adaptées aux capacités de l'entreprise sociale. Au niveau des investissements en fonds propres, il est plus difficile d'en sortir que ce qu'il est prévu sur papier. Nous y reviendrons ci-après.

a. Clause prévue

Dès la négociation des modalités, les conventions de prêts et les pactes d'actionnaires sont des outils qui permettent de poser les conditions de l'investissement. Parmi les clauses négociées, il est donc possible de prévoir des clauses de sortie.

Outre les clauses concernant les modalités de sortie, l'investisseur à impact peut également prévoir les causes de sa sortie. Il peut donc être prévu que l'investissement prendra fin en cas de mission drift avéré.

« La mission de l'entreprise était inscrite dans la convention. Donc nous, on a le droit de dire *vous nous remboursez si vous ne faites plus ça*. Donc, oui, c'est quand-même assez important. » (Interview 1)

Bien que juridiquement valables et contraignantes, nos répondants nuancent toutefois l'efficacité de telles clauses.

Madame Philippe nous dit : « Même si tu prévois des conditions de sortie, il faut que quelqu'un prenne ta place ou que la société par elle-même puisse racheter ses parts. C'est pas évident. ». Elle complète cette affirmation en nous expliquant la difficulté de trouver un repreneur et que les entreprises n'ont généralement pas les fonds pour pouvoir racheter les parts de l'investisseur sortant.

Notons que si l'entreprise n'a pas les moyens de reprendre ses parts, elle n'a pas non plus la possibilité de rembourser anticipativement un prêt. Autrement dit, il ne semble pas que la forme que prend l'investissement ait une réelle influence sur la difficulté de sortie d'investissement.

D'autres intervenants nous reconnaissent ne pas prévoir de telles clauses. En réalité, cela ne nous semble pas étonnant puisque leur mise en œuvre est souvent compliquée. « On pourrait avoir la clause en disant, si vous n'atteignez pas la mission sociale, et bien on a la possibilité de sortir. La seule chose, c'est que c'est toujours très difficile à mettre en place. » (Interview 3)

En revanche, nous continuons de penser que des clauses permettant de provoquer la sortie en cas de mission drift reste une menace pour l'entrepreneur et l'entreprise sociale afin de les pousser à respecter leur mission.

a. Terme de la convention de prêt

La première modalité de sortie que nous analysons est prévue lorsque le contrat d'investissement est à durée limitée. Cela est généralement le cas puisque les fonds sont constitués à durée limitée (Interview 1, 3 et 4). De plus, les prêts, convertibles ou non, sont aussi généralement octroyés avec une limite temporelle.

Puisque la fin du contrat est prévue à l'avance, les modalités de remboursement et de sortie le sont également. Néanmoins, la réalité oblige parfois la renégociation des modalités de sortie.

L'illustration parfaite de ce principe est l'adaptation des montants des échéances périodiques des remboursements des prêts. Ainsi, plusieurs intervenants nous expliquent qu'ils ne peuvent pas toujours exiger le remboursement aux conditions prévues car cela risque de les « forcer à une forme de cessation de paiement ou de faillite » (Interview 5).

Or, une telle conséquence serait contre-productive au regard de l'impact visé. En effet, sans activité, il ne peut y avoir d'impact. Il nous semble également qu'exiger un remboursement disproportionné aux capacités de l'entreprise sociale risquerait de la pousser vers des activités plus rentables, sans réelle attention portée à l'impact.

De son côté, le Change fund n'a jamais été confronté à une situation pareille. En effet, les remboursements se sont bien passés, sans mettre en péril la viabilité de l'entreprise sociale. Monsieur Herbiet mentionne que leurs conventions prévoient, de façon additionnelle, des clauses de pénalités en cas de non-remboursement. Nous supposons que cela pousse les entreprises bénéficiant d'un prêt à être plus attentives à leurs activités et capacité de remboursement.

- *Conversion du prêt*

L'investisseur, et l'investisseur à impact par extension, peut prévoir dans les modalités du prêt octroyé une conversion du montant en parts sociales. Autrement dit, l'investissement en dettes peut être transformé, totalement ou partiellement, en investissement en fonds propres.

La conversion ne s'opère qu'au bénéfice de l'investisseur (Interview 2 et 6). Il est donc le seul à décider si le montant qui aurait dû lui être remboursé à la fin du prêt sera converti en actions ou parts sociales.

Par exemple, il peut être décidé de ne pas convertir le prêt lorsque l'entreprise sociale ne respecte pas sa mission.

b. Transfert de titres

La sortie d'un investissement en fonds propres s'organise par le biais d'un transfert de titres. Ainsi, l'investisseur à impact doit trouver un repreneur pour sortir de l'actionnariat. Comme nous l'avons mentionné précédemment, la sortie anticipée est parfois compliquée pour l'investisseur et actionnaire. Les causes de la sortie peuvent être multiples.

- *Mission drift avéré*

Lorsque le mission drift est avéré, l'investisseur à impact essaye de sortir de plus rapidement possible. Or, la situation dans laquelle l'entreprise se trouve n'est pas toujours propice à une valorisation avantageuse pour l'investisseur. À moins de trouver un repreneur prêt à acheter des parts surévaluées, l'investisseur sortant devra alors vendre ses actifs à perte. Cette réalité rend la sortie d'autant plus compliquée.

- *Changement de l'impact*

Le deuxième cas de figure est celui dont Monsieur Scattareggia nous parle. Il faut distinguer le mission drift lié au changement de secteur et le mission drift correspondant à l'abandon complet de tout impact. En effet, certains fonds thématiques doivent sortir des investissements qui s'éloignent de l'impact thématique. Par exemple, lorsque le fonds qui promeut l'alimentation durable se retrouve confronté à une entreprise qui change de secteur d'activité, l'investisseur doit se libérer de ses engagements.

Cependant, nous l'avons déjà mentionné précédemment, les investisseurs témoignent de la difficulté de trouver des repreneurs. Madame Philippe nous explique que la conjoncture n'est, en réalité, pas très bonne pour les levées de fonds. Cela s'étend donc aussi à la reprise des parts par d'autres investisseurs. Plus précisément, la difficulté résulte de l'augmentation des taux d'intérêt des actifs moins risqués. Cela signifie que les rendements des actions dans les entreprises sociales ne sont pas, en comparaison, très attractifs.

En conséquence, les investisseurs sans grande aversion au risque et en phase avec les valeurs d'impact se font rares... au point où il faut parfois céder ses droits à des investisseurs pour lesquels l'impact n'est pas une priorité.

Le risque d'abandon de toute mission à impact grandit donc à partir du moment où de nouveaux investisseurs entrent dans l'entreprise sociale.

- *Terme*

Finalement, l'investisseur peut simplement se retirer quand l'investissement arrive à terme. Outre la difficulté de trouver un repreneur engagé ou partageant des valeurs similaires comme nous venons de le décrire, certaines préoccupations apparaissent à propos du risque de dérive de mission. Il est à noter que l'investisseur sortant est souvent impuissant quant à l'évolution future de l'entreprise sociale. Poser des limites strictes concernant l'activité future ou les potentiels repreneurs peut s'avérer dangereux pour la pérennité de l'entreprise sociale.

Néanmoins, Monsieur Scattareggia souligne l'importance d'avoir confiance en l'entrepreneur. Cela nous renvoie naturellement au premier critère pris en considération au début du processus d'investissement. Il semblerait donc que le caractère et les motivations tant de l'entrepreneur que de l'équipe qui l'entoure (Interview 4) sont des garde-fous importants par rapport au risque de mission drift.

Une autre solution pour limiter le risque de dérive après la sortie de l'investisseur à impact est décrite lors de notre quatrième interview. La SFPI n'investit jamais seule dans une entreprise. Cela signifie qu'il y a toujours un autre investisseur, industriel ou à impact, qui l'accompagne au niveau du financement. Cela entraîne aussi que le co-investisseur est une bonne porte de sortie. Dans l'exemple qu'elle nous donne, Madame Philippe nous explique que l'investisseur industriel, qui est connaisseur du métier et du secteur, participe au développement des plus petites entreprises sociales pour tester un produit ou un marché. Lorsque la SFPI veut sortir, elle peut donc proposer ses parts à son co-investisseur. Nous pensons que cette technique permet d'éviter le mission drift puisque l'entreprise sociale aura fait ses preuves sur le marché avec la mise en œuvre de la mission à impact. Lorsque l'investisseur commercial reprendra la société, il pourra maintenir la mission et l'activité grâce à la structure différenciée que Cornforth (2014) présentait.

Notons qu'il serait plus rassurant, du point de vue du maintien de la mission, que le co-investisseur et repreneur partage les valeurs d'impact (Interview 3 et 6). Cependant, le problème de levée de fonds reste le même. Cette problématique est d'autant plus marquante dans l'exemple donné par la SFPI, au vu des montants qui sont investis.

- *Autres*

Nous pouvons relever deux autres causes de sorties.

Lors de la négociation du pacte d'actionnaires, l'investisseur peut prévoir une clause de rendez-vous. Celle-ci permet à l'ensemble des actionnaires de se retrouver après un certain terme et de décider de la suite. Monsieur Herbiet nous explique qu'une telle clause pourrait aider à organiser la sortie de l'investissement collectivement.

L'investisseur à impact peut aussi décider de se retirer de l'entreprise dans le cas où sa présence freine le développement de celle-ci. « On a dû vendre notre participation pour ne pas être un frein à leur développement. Et donc maintenant, je pense qu'ils résolvent toujours un problème, mais probablement que les investisseurs ont des attentes en matière de rendement qui ne seront pas les mêmes que celles que nous avons, nous. » (Interview 2)

Il ne s'agit donc pas d'une modalité planifiée et l'influence sur le risque de mission drift est donc proche de zéro.

c. Comparaison à la littérature

Comme nous avons pu le déduire de la littérature existante, la dernière étape du cycle d'investissement n'est pas identifiée comme un outil contre le risque de dérive de mission. En effet, les auteurs spécialisés mentionnent les modalités de la sortie lorsqu'ils abordent la question du rendement financier de l'investissement à impact (Léon & Rabary, 2024, Spiess-Knafl & Scheck, 2017).

La question de l'exit est en pratique une inquiétude de rendement, plus qu'elle n'est d'impact. À notre sens, elle reste pertinente puisque l'investisseur à impact, de nature hybride, cherche tout de même à atteindre des objectifs de retour sur investissement (Léon & Rabary, 2024, Spiess-Knafl & Scheck, 2017). Les intervenants confirment également les dires de Léon & Rabary (2024) concernant la difficulté de trouver des acteurs pour reprendre leurs parts sociales.

Ces difficultés ont une influence négative sur les clauses de sorties prévues dans les conventions ou pactes d'actionnaires. En effet, l'efficacité de leur mise en œuvre est diminuée par l'inconvénient qu'une sortie anticipée présente du point de vue de l'investisseur.

Il nous semble donc que pour la sortie anticipée, l'investisseur à impact doit faire un compromis entre son rendement financier et ses attentes d'impact. Ce point est illustré par Léon & Rabary (2024) et

confirmé par Madame Philippe. Puisque la SFPI propose des investissements sans limite temporelle, ils ont la possibilité de garder les titres jusqu'à ce que les conditions de sortie soient plus favorables. Cependant, si la sortie est en réalité provoquée par la dérive de mission, l'impact social ou environnemental de l'investissement n'est plus réellement une préoccupation de l'investisseur.

7. Synthèse

En résumé, nous remarquons que le rôle de l'investisseur sur le risque de dérive de mission diffère d'une pratique à l'autre. Cependant, nous pouvons noter que l'influence sur le maintien de la mission peut s'opérer à chacune des phases du processus d'investissement, et à des degrés plus ou moins intenses.

Bien qu'il n'y ait pas de méthode standardisée auprès de l'ensemble des investisseurs à impact, il est à noter que certaines pratiques ont en réalité des effets similaires et qu'elles sont utilisées à plusieurs étapes du cycle d'investissement.

Le premier exemple que nous pouvons citer concerne l'appréciation du caractère de l'entrepreneur social et de son équipe. En effet, nous avons remarqué qu'il s'agissait d'un critère important pour tous les investisseurs à impact. Il est envisagé au moment de la prise en considération et sélection d'un projet à impact mais aussi au moment de la sortie de l'investissement. Nous pouvons également étendre cette observation au moment du suivi de l'investissement puisque les contacts et coachings proposés entretiennent la motivation des porteurs de projets.

Une autre illustration est l'apport du smart capital mentionné par Madame Philippe. Le smart capital est l'accompagnement offert par les investisseurs. Les sujets d'assistance sont divers et peuvent donc s'avérer utiles à une majorité des étapes du processus d'investissement. Nous pensons par exemple à l'aide à l'identification des besoins de l'entreprise qui est primordiale au moment de négocier les modalités de l'investissement mais aussi pour le suivi et les potentielles levées de fonds ultérieures.

Concernant les levées de fonds, nous pensons aussi à l'ancrage dans l'écosystème de l'impact investing. Le partage du carnet d'adresse de l'investisseur est aussi bénéfique pour l'entreprise sociale pour le développement de ses activités et le dialogue qu'elle peut avoir avec les parties prenantes au projet. Nous avons déjà mentionné l'utilité d'un tel échange au regard de la diminution du risque de mission drift. Ainsi, le risque de mission drift est considérablement diminué pendant la durée de l'investissement mais aussi au moment de la sortie. Par exemple, le maintien de la mission à impact est mieux protégé à partir du moment où le repreneur des parts sociales est également ancré dans le milieu de l'investissement à impact.

Nous remarquons que certaines questions sont également transversales. Prenons la problématique de la levée de fonds à titre d'illustration. Celle-ci se pose au moment de la négociation et de la sortie. Plus précisément, la rareté d'investisseurs à impact gêne la négociation d'entrée et de sortie de l'investissement au regard du maintien de la mission sociale. Pour certains investisseurs, elle est aussi prise en considération au moment de la sélection d'un potentiel investissement. En effet, certains se retirent du processus lorsqu'ils ne trouvent pas de co-investisseur engagé pour les accompagner.

CONCLUSION

Nous l'avons vu, l'investisseur à impact est un disrupteur du marché (Barman, 2016, Hockerts et al., 2022). Monsieur Boribon le confirme également lors de notre entretien.

Ainsi, il est possible pour un fonds d'investir dans une entreprise hybride, dans le but de produire des effets sociaux ou environnementaux en plus de s'assurer un certain rendement financier. Toutefois, pour que l'investissement à impact puisse produire l'effet escompté, l'investisseur peut et doit mettre en place des mécanismes pour limiter le risque de dérive de mission.

Notre recherche exploratoire met en lumière qu'en pratique, chaque étape du processus d'investissement a une influence plus ou moins cruciale sur le risque de mission drift.

Au niveau de l'identification et de la sélection des potentiels investissements, nous remarquons qu'il n'y a pas de coutume universelle. Les pratiques semblent dépendre du secteur d'activité dans lequel l'entreprise sociale s'inscrit mais aussi des objectifs fixés par les investisseurs à impact eux-mêmes. Dans tous les cas, nous avons observé que le risque de dérive de mission n'était pas considéré sérieusement à ce stade du processus d'investissement.

Un des garde-fous les plus importants semble s'ériger au moment de la négociation des modalités du financement. L'investisseur et l'entreprise sociale peuvent choisir différentes formes d'investissement. Outre les besoins de l'entreprises et les objectifs de rendement fixés par l'investisseur, le choix entre les conventions de prêt et les pactes d'actionnaires dépend de l'encadrement de la mission sociale voulu. En effet, il ressort de nos interviews que certaines clauses permettent d'influencer le comportement de l'entreprise sociale vis-à-vis de sa mission. Nos répondants soulignent toutefois que leur efficacité pratique doit être nuancée. Dans ce sens, nous insistons également sur la limitation de la validité juridique de certaines clauses et sur le non-respect du formalisme lié. En pratique aussi, l'efficacité des clauses contraignantes concernant le maintien de la mission à impact est restreinte.

Pendant la durée de l'investissement, l'investisseur peut opérer un suivi de l'impact et un accompagnement de l'entreprise sociale. Concernant le suivi, il est à noter que la mesure de l'impact est un enjeu majeur. Outre cette difficulté, le suivi est une manière de s'assurer du maintien de la mission sociale et de pouvoir proposer, au besoin, des solutions adaptées à l'entreprise concernée. Cela nous amène à l'implication de l'investisseur, au niveau des organes de gestion mais également pour les conseils et coachings apportés, qui semble être une technique efficace pour lutter contre le risque de dérive de mission.

Finalement, la sortie de l'investissement est la dernière phase du processus que nous devons mentionner. Pour rappel, l'investisseur à impact est un investisseur hybride. Il conserve donc des inquiétudes par rapport au rendement financier de son investissement. Nous remarquons qu'en pratique, la sortie ne permet pas de limiter le risque de mission drift. En effet, l'inquiétude principale de l'investisseur à ce stade se concentre sur l'aspect financier, plus que sur le maintien de l'impact dans une entreprise pour laquelle il ne sera plus une partie prenante.

Concernant la sortie, nous notons également que l'exécution des clauses prévues par les contrats de prêts ou pactes d'actionnaires est plus difficile qu'initialement imaginé. Les modalités doivent souvent être renégociées ou, à tout le moins, réétudiées pour correspondre aux attentes et capacités tant de l'investisseur que de l'entreprise sociale.

Pour répondre à notre question de recherche, nous pouvons donc affirmer que, pour se protéger du risque de mission drift dans les entreprises sociales, l'investisseur dispose de différents outils. Ces

mécanismes peuvent être mis en œuvre à chacune des étapes du cycle d'investissement et ont des effets plus ou moins déterminants sur la limitation de la dérive de mission.

I. Avis général

Alors que nous nous étions donnée pour objectifs d'ouvrir la discussion et, de façon optimiste, de réaliser un guide des best practices pour les investisseurs à impact, nous nous rendons compte que seul le premier objectif a été atteint.

En effet, il nous semble que de débat a été ouvert auprès des investisseurs que nous avons rencontrés. Certains se sont ainsi rendu compte qu'ils pourraient améliorer leur processus d'investissement en intégrant la question du risque de mission drift à plusieurs étapes de celui-ci.

Concernant le deuxième objectif, nous nous sommes rapidement aperçue que chaque investisseur adoptait une approche particulière à l'entreprise dans laquelle il investissait mais également propre aux objectifs et moyens que l'investisseur se donne. Bien que nous n'ayons pu isoler une pratique commune à tous, nous remarquons que les diverses techniques et stratégies se recoupent. Nous pouvons aussi nous conforter dans l'idée que ce travail ouvrira la voie à de nouvelles recherches.

Outre l'analyse de nos objectifs, nous avons quelques considérations concernant l'agrément de l'entreprise sociale et la mesure de l'impact.

Serres et al. (2022) avaient souligné que l'entreprise sociale envoyait un signal à ses parties prenantes en inscrivant la mission sociale ou environnementale dans ses statuts. Cette constatation s'accompagnait de nuances que rejoint M. Verheyden : dans le cas des coopératives, l'inscription dans les statuts est un premier indicateur mais l'agrément permet de réellement prouver l'engagement de l'entreprise sociale⁶⁴.

Au vu de l'intérêt qu'il représente au regard de la limitation du risque de mission drift, nous pensons qu'il serait intéressant d'étendre l'agrément en entreprise sociale aux autres formes juridiques que la coopérative. En effet, les conditions posées par la loi⁶⁵ nous semblent par exemple compatibles avec le fonctionnement de la SRL.

Un agrément généralisé serait avantageux pour les entreprises sociales afin de prouver leur positionnement environnemental ou sociétal. Comme nous l'avons mentionné précédemment, il a également un intérêt pour les parties prenantes et plus particulièrement pour les investisseurs à impact. En effet, l'obtention et le maintien de l'agrément repose sur une vérification par l'autorité publique. L'agrément ne dépend donc plus d'un contrôle par l'entreprise sociale elle-même⁶⁶. Cette vérification publique garantit l'engagement de l'entreprise sociale. Cela permet aussi à l'entreprise de se démarquer et d'envoyer un signal fort aux investisseurs à impact dès le début de leur processus d'investissement. De plus, l'agrément s'accompagne d'une obligation, pour les organes d'administration, de fournir un rapport spécial permettant d'apprécier la performance sociale de l'entreprise⁶⁷. Il nous semble donc qu'il présente un intérêt pour le suivi de l'investissement et la mesure de l'impact.

⁶⁴ M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *loc. cit.*, p.1256.

⁶⁵ Loi du 20 juillet 1955 portant institution d'un Conseil national de la Coopération, *M.B.*, 10 août 1955, Arrêté royal du 8 janvier 1962 fixant les conditions d'agrément des groupements de sociétés coopératives et des sociétés coopératives, *M.B.*, 19 janvier 1962 et arrêté royal du 28 juin 2019 fixant les conditions d'agrément comme entreprise agricole et comme entreprise sociale, *M.B.*, 11 juillet 2019.

⁶⁶ M. VERHEYDEN, « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *loc. cit.*, p.1272.

⁶⁷ Arrêté royal du 28 juin 2019 fixant les conditions d'agrément comme entreprise agricole et comme entreprise sociale, *M.B.*, 11 juillet 2019, art. 6 §2.

Comme nous l'avons mentionné tout au long de notre travail, la mesure de l'impact reste une des faiblesses de l'impact investing. Bien que le réseau GIIN commence à développer des indicateurs standardisés (Institut de la finance durable, 2024) et que les réglementations européennes et nationales encadrent de mieux en mieux le reporting non-financier⁶⁸, il nous semble nécessaire d'investiguer plus en profondeur sur ce sujet.

II. Limites

Notre recherche présente quelques limites importantes à garder à l'esprit.

Tout d'abord, nous devons rappeler que l'étendue de notre travail a été limitée par le champ d'application. Nous n'avons pas considéré les coopératives, ni les autres organisations appartenant à l'économie sociale et solidaire, comme les associations, fondations et mutuelles (Hiez, 2023, Moreau & Mortier, 2017). Il pourrait donc être utile de se pencher sur l'ensemble des entreprises composant l'économie sociale.

Nous nous sommes également limitée géographiquement, en n'interviewant que quelques investisseurs à impact belges. Il serait donc intéressant de développer la recherche à un plus large panel d'investisseurs et à d'autres pays en Europe et dans le monde.

Finalement, concernant le champ d'application, nous avons eu une approche relativement sommaire concernant les investissements pris en considération. Une étude plus approfondie des différentes modalités d'investissement pourrait apporter un éclairage important à la littérature actuelle.

Nous devons mentionner une dernière limite à notre travail. En effet, nous nous sommes concentrée sur la position de l'investisseur à impact. Or, l'investissement implique aussi l'existence d'un bénéficiaire. Dès lors, il serait intéressant de mener une recherche dans le prolongement de l'article de Phillips & Johnson (2021) et se concentrer sur le point de vue de l'entreprise sociale. Il pourrait être intéressant d'analyser les outils qu'elle peut déployer pour lutter contre le risque de mission drift auquel elle est sujette.

⁶⁸ Directive (UE) n° 2022/2464 du 14 décembre 2022 modifiant le Règlement (UE) n° 537/2014 et les Directives nos 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *J.O.U.E.*, L 322, 16 décembre 2022.

RÉFÉRENCES

En gestion

- Andries, M. (2019). L'aversion au risque, composante essentielle du prix du risque, est-elle stable dans le temps ? *Revue d'économie financière*, 133(1), 45-59. <https://doi.org/10.3917/ecofi.133.0045>
- Arteaga, G. (2020). Les entretiens semi-structurés dans la recherche qualitative. Site internet : <https://www.testsiteforme.com/fr/entretien-semi-structure/>
- Aubin-Auger, I., Mercier, A., Baumann, L., Lehr-Drylewicz, A.-M., Imbert, P., & Letrilliart, L. (2008). Introduction à la recherche qualitative. *Exercer*, 19 (84), 142-145. http://www.bichat-larib.com/publications.documents/3446_2008_introduction_RQ_Exercer.pdf
- Barber, B. M., 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> Y
- Barman, E. (2016). *Caring capitalism: The meaning and measure of social value*, Cambridge University Press. <https://doi.org/10.1017/CBO9781316104590>
- Bildner, J. (2023). Impact investing can't deliver by chasing market returns. *Stanford Social Innovation Review*. https://ssir.org/articles/entry/impact_investing_cant_deliver_by_chasing_market_returns
- Bugg-Levine, A., Emerson, J. (2011). *Impact Investing: Transforming How We Make Money while Making a Difference*. *Innovations (Cambridge, Mass.)*. https://doi.org/10.1162/inov_a_00077
- Bugg-Levine, A., Kogut, B., & Kulatilaka, N. (2012). A new approach to funding social enterprises. *Harvard business review*, vol. 90, Issues 1–2.
- Burnier, D., Balsiger, P., & Kabouche, N. (2022). Dépeindre la finance comme une « force pour le bien » : analyse de discours du Global Impact Investing Network (GIIN). *Natures Sciences Sociétés (Montrouge)*, 30(3–4), 226–237. <https://doi.org/10.1051/nss/2023004>
- Catinat, M. & Sibille, H. (2024). Que retenir de la Conférence de Liège « L'économie sociale au cœur des transitions » ?. Site internet : <https://www.lelabo-ess.org/conf%C3%A9rence-li%C3%A8ge-2024-economie-sociale-transition-europe>
- Claude, G. (2021). Les types d'entretien : directif, semi-directif ou non-directif. Site internet : <https://www.scribbr.fr/methodologie/entretien-recherche/>
- Commission européenne (2020) Les entreprises sociales et leurs écosystèmes en Europe. Synthèse. <http://bit.ly/europe397A1P2>

- Cornforth, C. (2014). Understanding and combating mission drift in social enterprises. *Social Enterprise Journal*, 10(1), 20–3.
- Daggers, J., Hannant, A., & Jay, J. (2023). Systemic Investing for Social Change. *Stranford Social Innovation Review*. <https://doi.org/10.48558/G2FT-YM24>
- Defourny, J. & Nyssens, M. (2017). L'entreprise sociale. In *Économie sociale et solidaire : socioéconomie du 3^e secteur* (Defourny J. & Nyssens, m., dir.). De Boeck supérieur.
- Defourny, J. & Nyssens, M. (2022). La diversité des modèles d'entreprises sociales : nouvelles dynamiques au cœur et aux confins de l'économie sociale et solidaire. *RECMA*, 364, 80-97. <https://doi.org/10.3917/recma.364.0080>
- Demoncy, A. (2016). La recherche qualitative : introduction à la méthodologie de l'entretien. *Kinésithérapie, la Revue*, vol. 16. <https://doi.org/10.1016/j.kine.2016.07.004>
- Ebrahim, A., Battilana, J., & Mair, J. (2014). The governance of social enterprises: Mission drift and accountability challenges in hybrid organizations. *Research in Organizational Behavior*, 34, 81–100. <https://doi.org/10.1016/j.riob.2014.09.001>
- Emerson, J. (2017). The Impact Assets Handbook for Investors: Generating Social and Environmental Value through Capital Investing. *Anthem Press*, 1-20.
- Emerson, J. & Smalling, L. (2017) Construction of an Impact Portfolio : total portfolio management for multiple returns. In *The impact assets handbook for investors*. *Anthem Press*, 21-45.
- Financité. (2021). Règlement du label finance solidaire. Site internet : <https://labelfinancesolidaire.be/wp-content/uploads/2023/02/Reglement-du-label-finance-solidaire-20230207.pdf>
- Gardin, L., Jany-Catrice, F., & Pinaud, S. (2017). L'économie sociale et solidaire et les formes de son évaluation. In *Économie sociale et solidaire : socioéconomie du 3^e secteur* (Defourny J. & Nyssens, M., dir.). De Boeck supérieur.
- Global Impact Investment Network. (2023). Impact investing : a guide to this dynamic market. Site internet : <https://thegiin.org/publication/post/about-impact-investing/>
- Global Steering Group for Impact Investment. (2023). Impact investment perspectives and opportunities to support the social agenda. *G20 Sustainable Working Group*. Site internet : <https://g20sfwg.org/wp-content/uploads/2023/03/Impact-investment-perspectives-and-opportunities-to-support-the-social-agenda-GSG.pdf>

- Grimes, M. G., Williams, T. A., & Zhao, E. Y. (2019). Anchors aweigh: The sources, variety, and challenges of mission drift. *The Academy of Management Review*, 44(4), 819–845. <https://doi.org/10.5465/amr.2017.0254>
- Grimes, M. G., Williams, T. A., & Zhao, E. Y. (2020). Beyond hybridity: Accounting for the values complexity of all organizations in the study of mission and mission drift. *The Academy of Management Review*, 45(1), 234–239. <https://doi.org/10.5465/amr.2019.0209>
- Guez, G. (2015). Pactes d'actionnaires. *Revue Francophone des laboratoires, issue 474*, 93-96. [https://doi.org/10.1016/S1773-035X\(15\)30207-0](https://doi.org/10.1016/S1773-035X(15)30207-0)
- Gumusay, A.A., Smets, M., & Morris, T. (2020). "God at work": Engaging central and incompatible institutional logics through elastic hybridity. *Academy of Management Journal*, 63 (1), 124-154. <https://doi.org/10.5465/amj.2016.0481>
- Hayes, A. (2022). Best Practices: Definition in business, How to develop, Examples. *Investopedia*. Site internet : https://www.investopedia.com/terms/b/best_practices.asp
- Hiez, D. (2020). Entreprise sociale et entreprise d'ESS : un avenir commun au sein de l'union européenne ? *Revue Internationale de l'Économie Sociale: Recma*, 357, 14-16.
- Hiez, D. (2023). Contrôle de la qualité d'entreprise d'économie sociale et solidaire : une illustration rare et inspirante. *Revue Trimestrielle de Droit Commercial et de Droit Economique*, 397-409.
- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2015). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2327-0>
- Hockerts, K., Hehenberger, L., Schaltegger, S., & Farber, V. (2022). Defining and Conceptualizing Impact Investing: Attractive Nuisance or Catalyst? *Journal of Business Ethics*, 179(4), 937–950. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05157-3>
- Huybrechts, B., Haugh, H., Rijpens, J., & Soetens, A. (2020). Building Legitimacy for Hybrid Organisations. In *Building Legitimacy for Hybrid Organisations* (pp. 407-422). Edward Elgar. <https://hdl.handle.net/2268/251569>
- Institut de la finance durable. (2024). Comment un fonds d'investissement peut-il mesurer son impact. État des lieux et recommandations. Site internet : https://institutdelafinancedurable.com/app/uploads/2024/02/IFD_Comment-un-fonds-dinvestissement-peut-il-mesurer-son-impact.pdf
- Islam, S. M. (2022). Impact investing in social sector organisations : a systematic review and research agenda. *Accounting and Finance*, 62, 709-737. <https://doi.org/10.1111/acfi.12804>

- Klein, S., Schneider, S., & Spieth, P. (2021). How to stay on the road? A business model perspective on mission drift in social purpose organizations. *Journal of Business Research*, 125, 658–671. <https://doi.org/10.1016/j.jbusres.2020.01.053>
- Klopper, S. (2020). Website review: Global Impact Investing Network (GIIN). *Journal of Business & Finance Librarianship*, 25(1–2), 98–101. <https://doi.org/10.1080/08963568.2019.1708143>
- Lahaye, L. & Janssen, F. (2016). L'hybridité des entreprises sociales menacée par la dérive de mission. Nouvelles perspectives de recherche par l'étude du capital social. *Les actes du CIFEPME 2016*. <http://hdl.handle.net/2078.1/183834>
- Lazzarini, S. (2020). The nature of the social firm : alternative organizational forms for social value creation and appropriation. *Academy of Management Review*, vol 45 (3), 620-645. <https://doi.org/10.5465/amr.2018.0015>
- Lefevre, L. (2023). Taxonomie et CSRD ou comment l'Europe passe au vert. Site internet : <https://www.bdo.be/fr-be/actualites/2023/taxonomie-csrd>
- Léon, F. & Rabary, S. (2024). Faire de l'investissement d'impact une solution de financement pour les entreprises africaines. *FERDI Notes brèves (271)*, 1-9. <https://hal.science/hal-04652199>
- Li, H., Terjesen, S. & Umans, T. (2020) Corporate governance in entrepreneurial firms: a systematic review and research agenda. *Small Bus Econ (54)*, 43–74. <https://doi.org/10.1007/s11187-018-0118-1>
- Malhotra, N., Brest, P., Honigsberg, C. (2022). You can't manage what you can't measure. *Stranford Social Innovation Review*. <https://doi.org/10.48558/896c-hr55>
- Melka, L., & Picard, F. (2021). *L'investissement à impact : la finance au service d'une société meilleure*. De Boeck supérieur.
- Meng, T., Newth, J. & Woods, C. (2022). Ethical Sensemaking in Impact Investing: Reasons and Motives in the Chinese Renewable Energy Sector. *Journal of Business Ethics (179)*, 1091–1117. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05160-8>
- Mersland, R., Anokye Nyarko, S., Szafarz, A. (2019). Do social enterprises walk the talk? Assessing microfinance performances with mission statements. *Journal of business venturing insights*, 11. <https://doi.org/10.1016/j.jbvi.2019.e00117>
- Mertens de Wilmars, S., Moreau, C., Perilleux, A., & Stokart, M. (2017). Pratiques d'économie sociale et évaluation de la performance sociale. In *Les enjeux de l'innovation. Quelles politiques ? Quelle gouvernance ?* (Van Pottelsberghe, B., Ed.) Charleroi, Les Editions de l'Université Ouverte. <https://hdl.handle.net/2268/219470>

- Moreau, C., & Mortier, Q. (2017). *L'économie sociale en pratiques. Projet SECOIA : pratiques spécifiques aux entreprises d'économie sociale et analyse des impacts générés.*
- Noguès, H. (2019). Entreprises sociales et entrepreneuriat social : émergence et enjeux de nouveaux modèles. *RECMA*, 353, 106-123. <https://doi.org/10.3917/recma.353.0106>
- Ometto, M. P., Gegenhuber, T., Winter, J., & Greenwood, R. (2019). From Balancing Missions to Mission Drift: The Role of the Institutional Context, Spaces, and Compartmentalization in the Scaling of Social Enterprises. *Business & Society*, 58(5), 1003–1046. <https://doi.org/10.1177/0007650318758329>
- ONES. (2016). Le danger des investissements à impact social. *Vie Sociale et Traitements*, N° 131(3), 48–50. <https://doi.org/10.3917/vst.131.0048>
- Pache, M.-C., & Santos, F. (2013). Inside the hybrid organization: selective coupling as a response to competing institutional logics. *The academy of management journal*, 56 (4). <https://doi.org/10.5465/amj.2011.0405>
- Phillips, S. D., & Johnson, B. (2021). Inching to Impact: The Demand Side of Social Impact Investing. *Journal of Business Ethics*, 168(3), 615–629. <https://doi.org/10.1007/s10551-019-04241-5>
- Pucker, K., & King, A. (2023). A realist's guide to investing for good. *Stanford Social Innovation Review*. <https://doi.org/10.48558/yy3p-f619>
- Ramus, T., & Vaccaro, A. (2017). Stakeholders Matter: How Social Enterprises Address Mission Drift. *Journal of Business Ethics*, 143(2), 307–322. <https://doi.org/10.1007/s10551-014-2353-y>
- Santos, F., Pache, A.-C., & Birkholz, C. (2015). Making hybrids work: Aligning business models and organizational design for social enterprises. *California Management Review*, 57 (3), 36-58, <https://doi.org/10.1525/cm.2015.57.3.36>
- Saul, J., Rabinowitz, D., Haussain, I., & Singh, D. (2023). Impact Markets: the next frontier. *Stanford Social Innovation Review*. <https://doi.org/10.48558/jzg7-0930>
- Schwab, P.-N. (2022). Guide d'entretien : exemples, méthode, conseils pour le préparer. Site internet : <https://www.intotheminds.com/blog/guide-entretien/>
- Serres, C., Hudon, M., & Maon, F. (2022). Social corporations under the spotlight: A governance perspective. *Journal of business venturing*, 37 (3). <https://doi.org/10.1016/j.jbusvent.2022.106192>

SPF Économie (2024). Obligation de publier des informations en matière de durabilité. Site internet : <https://economie.fgov.be/fr/obligation-de-publier-des>

Spiess-Knafl, W., & Scheck, B. (2017). *Impact Investing: Instruments, Mechanisms and Actors* (1st ed.). Springer International Publishing. <https://doi.org/10.1007/978-3-319-66556-6>

Thirion, I., Reichert, P., Xhauflair, V., & De Jonck, J. (2022). From Fiduciary Duty to Impact Fidelity: Managerial Compensation in Impact Investing. *Journal of Business Ethics*. <https://doi.org/10.1007/s10551-022-05155-5>

Trudel, L., Simard, C., Vonarx, N. (2007). La recherche qualitative est-elle nécessairement exploratoire ? *Recherches qualitatives*, hors-série 5. Site internet : http://www.recherche-qualitative.gc.ca/documents/files/revue/hors_serie/hors_serie_v5/trudel.pdf

Varendh-Mansson, C., Wry, T., & Szafarz, A. (2020). Anchors aweigh? Then time to head upstream: Why we need to theorize “mission” before “drift.” *The Academy of Management Review*, 45(1), 230–234. <https://doi.org/10.5465/amr.2019.0081>

Viviani, J. (2018). Investissement à impact social : une approche financière. *Marché et organisations*, 31, 173-192. <https://doi.org/10.3917/maorg.031.0173>

Wilson, K. E. (2016). Investir en produisant un impact social dans les pays en développement. In *Coopération pour le développement 2016*. Éditions OCDE. <https://doi.org/10.1787/dcr-2016-11-fr>

En droit

Législation

Nationale

Loi du 20 juillet 1955 portant institution d'un Conseil national de la Coopération, *M.B.*, 10 août 1955.

Loi du 13 avril 1995 modifiant les lois sur les sociétés commerciales, coordonnées le 30 novembre 1995, *M.B.*, 17 juin 1995.

Loi du 21 décembre 2013 relative à diverses dispositions concernant le financement des petites et moyennes entreprises, *M.B.*, 31 décembre 2013, art 13.

Loi du 23 mars 2019 introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, *M.B.*, 4 avril 2019.

Loi du 4 avril 2019 modifiant le Code de droit économique en ce qui concerne les abus de dépendance économique, les clauses abusives et les pratiques du marché déloyales entre entreprises, *M.B.*, 24 mai 2019, art. 13 à 23.

Loi du 28 avril 2022 portant le livre 5 « Les obligations » du Code civil, *M.B.*, 1^{er} juillet 2022.

Arrêté royal du 8 janvier 1962 fixant les conditions d'agrément des groupements de sociétés coopératives et des sociétés coopératives, *M.B.*, 19 janvier 1962.

Arrêté royal du 28 juin 2019 fixant les conditions d'agrément comme entreprise agricole et comme entreprise sociale, *M.B.*, 11 juillet 2019.

Arrêté du gouvernement wallon relatif à la production biologique et à l'étiquetage des produits biologiques et abrogeant l'arrêté du gouvernement wallon du 11 février 2010 concernant le mode de production et l'étiquetage des produits biologiques, *M.B.*, 20 janvier 2023.

Européenne

Règlement (UE) 2018/848 du Parlement européen et du Conseil du 30 mai 2018 relatif à la production biologique et à l'étiquetage des produits biologiques, et abrogeant le règlement (CE) n° 834/2007 du Conseil, *J.O.U.E.*, L 150/1, 14 juin 2018.

Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *J.O.U.E.*, Series , 22 décembre 2023.

Directive (UE) n° 2022/2464 du 14 décembre 2022 modifiant le Règlement (UE) n° 537/2014 et les Directives nos 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *J.O.U.E.*, L 322, 16 décembre 2022.

Travaux parlementaires et autres

Projet de loi introduisant le Code des sociétés et des associations et portant des dispositions diverses, Exposé des motifs, *Doc.*, Ch., 2017-2018, n°3119/001

Amendement n°331 de M. DE LAMOTTE, *Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. Ord. 2017-2018, n°54-3119/08, p.190.

Amendement n°332 de M. DE LAMOTTE, *Doc. Parl.*, Ch. Repr., sess. Ord. 2017-2018, n°54-3119/08, p.192.

Résolution du Parlement européen relatif à l'Initiative pour l'entrepreneuriat social - Construire un écosystème pour promouvoir les entreprises sociales au cœur de l'économie et de l'innovation sociales, P7_TA(2012)0429, 20 novembre 2012.

Jurisprudence

C.J.C.E., 16 juin 1987, aff. C-118/85, *Commission/Italie, rec.*, p. 2599, point 7.

Cass., 16 juin 1960, R.C.J.B., 1962, p. 301.

Cass., 28 novembre 2013, R.G. n°12.0549.N, disponible sur www.juportal.be.

Doctrine

Articles

BOGAERT, D., « L'entreprise sociale : une promesse du monde d'après ? », *J.T.*, 2021/18, p. 329 à 332.

BOSSARD, P., "Les pactes d'actionnaires - point de rencontre du droit contractuel et du droit des sociétés", *RPS-TRV*, 2021/7, p.723-747.

GARROY, S., « Contribution à l'étude du régime de fiscalité directe des entreprises sociales en Belgique : Une illustration des interactions entre le droit fiscal et le droit des personnes morales », *Collection Normes*, 4, Liège, Presses Universitaires de Liège, 2023, p. 35 à 62, 232 à 234, 383 à 406 et 447 à 511.

GARROY, S., « Entreprise sociale et fiscalité directe en Belgique », *La Revue Pratique des sociétés – Tijdschrift voor Rechtspersoon en vennootschap*, p. 922 à 941.

GARROY, S., « Variations autour des coopératives en Belgique : aspects fiscaux et non fiscaux, propos rétrospectifs, dynamiques actuelles et réflexions prospectives », *Rev. Dr. ULiège*, 2021/3, p. 465-487.

NAVEZ, E. et NAVEZ, A., « Le droit des sociétés après l'entrée en vigueur du CSA. Quelles innovations dans la pratique notariale ? », *Rev. not.*, 2020/2, n° 3147, p. 92 à 236.

VAN LERBERGE, R., VERMOORTELE, M., et WAUTERS, B., « La taxonomie européenne – une opportunité sans précédent pour un futur durable et assurable », *Bull. ass.* 2023, liv. 27, p. 13 à 30.

Ouvrages

CAPRASSE, O., et DEMONTY, B., « Sociétés à finalité sociale », *Répertoire notarial*, Livre II/1, Tome XII – Droit commercial, Bruxelles, Larcier, 1998, p. 13 à 60.

DAVAGLE, M., « La notion d'association et la définition de l'ASBL », *Mémento des ASBL*, 28^e édition, Liège, Wolters Kluwer Belgium, 2024, p. 10 et 42 à 49.

FORIERS, P.-A., « L'intérêt social et la spécialité légale à la lumière de la réforme du Code des sociétés : une lecture et quelques réflexions », *Actualités en droit commercial et bancaire*, 1^e édition, Bruxelles, Larcier, 2017, p. 273 à 283.

FRANÇOIS, A. et VERHEYDEN, M., « Ceci n'est pas une société ? Premières réflexions relatives au but lucratif à l'aune du Code des sociétés et des associations » in Jafferali, R. et al. (dir.), *Entre tradition et pragmatisme*, 1^e édition, Bruxelles, Larcier, 2021, p. 1149 à 1178.

HERMANT, P., et PETRE, M., « Les principes généraux du droit des sociétés », *Traité pratique du droit commercial. Les sociétés – Volume 1*, Waterloo, Kluwer, 2012, p. 1 à 75.

NAVEZ, E., et NAVEZ, A., « Commentaire de l'article 2:5 du code des sociétés et des associations », *Commentaire systématique du code*, Bruxelles, Kluwer, 2022, supplément 50.

PARSA, S., et SAERENS, P., « La liberté contractuelle », in *Obligations. Traité théorique et pratique*, Liège, Wolters Kluwer Belgium, 2023, p. 21 à 43.

VAN OMMESLAGHE, P., « Chapitre 1 - Le contrat : définition et classifications » in *Tome II – Les obligations*, 1^e édition, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 133-161.

VAN OMMESLAGHE, P., « Chapitre 2 - Les principes fondamentaux du régime contractuel » in *Tome II – Les obligations*, 1^e édition, Bruxelles, Bruylant, 2013, p. 163-243.

VERHEYDEN, M., « L'intérêt social des entreprises sociales agréées », *Gouvernance et responsabilité*, 1^e édition, Bruxelles, Larcier-Intersentia, 2023, p. 1247 à 1285.

WÉRY, P., « La théorie générale du contrat », *Rép. not.*, T. IV, Les obligations, Livre 1/1, Bruxelles, Larcier, 2020, n° 280 et 312-1.

Site internet

X, « Les pactes d'actionnaires : utilité, clauses typiques et effets juridiques », disponible sur www.lebouard-avocats.fr, 5 mai 2023.

Autre

CAPRASSE, O., *Introduction au droit des sociétés*, syllabus, Université de Liège, 2022-2023, p.13 à 16 et 261 à 265.

ANNEXES

Annexe 1 : Liste des abréviations

ASBL : L'association sans but lucratif est la forme juridique qui, bien que l'écart se voit diminué avec l'entrée en vigueur du CSA⁶⁹, s'oppose à celle de la société. Cette comparaison se base généralement sur leurs buts et activités. L'ASBL n'a qu'un but désintéressé alors que la société a un de ses buts qui est de lucre⁷⁰. L'association est régie par le livre 9 du CSA.

CNC : CNC sont les initiales utilisées pour remplacer Conseil National de la Coopération. Il s'agit d'un organe consultatif. Sous l'ancien code des sociétés, la coopérative pouvait être agréée CNC par le ministre de l'économie. L'agrément reposait alors sur les limites fixées par la loi du 20 juillet 1955 et l'arrêté royal du 08 janvier 1962. Ces deux normes, et l'agrément de façon générale, visent à promouvoir les valeurs coopératives.

Plus d'informations : <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/creer-une-entreprise/demarches-pour-creer-une/formes-de-societes/societes-cooperatives/agrement/conseil-national-de-la> et <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/creer-une-entreprise/demarches-pour-creer-une/formes-de-societes/societes-cooperatives/agrement/conseil-national-de-la>

CSA : Le code des sociétés et des associations a été adopté par une loi du 23 mars 2019. Il s'agit d'une version plus moderne et flexible du droit des sociétés. Celui-ci était autrefois prévu par le code des sociétés du 07 mai 1999. Le CSA compte 18 livres, répartis en 5 parties⁷¹.

CSRD : La CSRD est l'abréviation de la Corporate Sustainability Reporting Directive⁷². Il s'agit d'une directive de l'Union Européenne visant à standardiser et harmoniser le reporting des aspects non-financiers de l'entreprise.

EFRAG : Le groupe EFRAG (pour l'European Financial Reporting Advisory Group) est une organisation européenne qui conseille la Commission Européenne concernant des normes de comptabilité. Le groupe a également collaboré avec différentes parties prenantes pour apporter un conseil technique sur les ESRS, pour intégrer les critères ESG dans les normes comptables européennes.

Plus d'informations : <https://www.efrag.org/?AspxAutoDetectCookieSupport=1>

EMES : Le réseau EMES a été fondé en 1996 pour étudier les entreprises sociales et l'économie sociale et solidaire. Il tend à promouvoir les modèles économiques alternatifs en améliorant la compréhension que nous avons de ceux-ci. Le réseau se compose de chercheurs et d'institutions académiques.

Plus d'informations : <https://emes.net/>

ESG : Les critères ESG sont ceux utilisés pour évaluer les impacts de l'entreprise au regard de l'environnement et en matière sociale et de gouvernance.

Plus d'informations : <https://greenly.earth/fr-fr/blog/guide-entreprise/criteres-esg-definitions-et-enjeux>

⁶⁹ M. DAVAGLE, « La notion d'association et la définition de l'ASBL », *Mémento des ASBL*, 28^e édition, Liège, Wolters Kluwer Belgium, 2024, p. 10.

⁷⁰ *Ibid*, p.42 à 49.

⁷¹ O. Caprasse, *Introduction au droit des sociétés*, syllabus, Université de Liège, 2022-2023, p. 13 à 16.

⁷² Directive (UE) n° 2022/2464 du 14 décembre 2022 modifiant le Règlement (UE) n° 537/2014 et les Directives nos 2004/109/CE, 2006/43/CE et 2013/34/UE en ce qui concerne la publication d'informations en matière de durabilité par les entreprises, *J.O.U.E.*, L 322, 16 décembre 2022.

ESRS : Les European Sustainability Reporting Standards⁷³ sont les normes qui guident les entreprises et qui les aident dans la mise en œuvre de la CSRD. Grâce à ces standards, les informations divulguées par les entreprises sont standardisées. Cela facilite ainsi la comparaison des informations non-financières.

GIIN : Le global impact investing network a été créé en 2009 pour développer le marché mondial de l'investissement à impact. Pour ce faire, l'organisation partage des ressources, données et outils aux investisseurs afin qu'ils intègrent plus la notion d'impact dans leurs investissements.

Plus d'informations : <https://thegiin.org/>

GSG : Le Global Steering Group for Impact Investing a été fondé en 2015 et se compose d'experts et intervenants de plusieurs secteurs comme la finance, la philanthropie et les gouvernements. Son but est de transformer la façon dont les capitaux sont investis, en prenant plus en considération l'impact.

Plus d'informations : <https://www.gsgimpact.org/>

iBUS : iBUS est un incubateur brésilien géré par des étudiants. Sa mission est d'incuber des coopératives dans le but d'aider des groupes vulnérables. iBUS est l'organisation qui a servi d'étude de cas dans l'article de Ometto et al. (2019).

KPI : Les Key Performance Indicators sont des mesures indicatives qui sont généralement utilisées pour évaluer un projet ou une activité et pour suivre un progrès souhaité. Il est dit que les indicateurs doivent être spécifiques, mesurables, atteignables, pertinents et temporels.

Plus d'informations : <https://www.sage.com/fr-fr/blog/glossaire/kpi-definition/>

ODD : Les objectifs de développement durables sont 17 objectifs adoptés par les Nations Unies en 2015 dans le cadre du programme de développement durable à l'horizon 2030. Leur portée est universelle, ce qui signifie que tous les pays sont concernés. Le but général est de garantir la paix et la prospérité dans le monde tout en répondant à des besoins sociaux et environnementaux.

Plus d'informations : <https://www.un.org/sustainabledevelopment/fr/>

SBI : La Social Business Initiative a été lancée par la Commission Européenne en 2011 afin de promouvoir l'économie sociale en Europe. L'initiative améliore la visibilité et la compréhension de la notion d'entreprise sociale et à améliorer le contexte juridique dans lequel elle s'inscrit. Elle tend aussi à faciliter l'accès aux ressources financières pour les entreprises sociales.

Plus d'informations : <http://ec.europa.eu/DocsRoom/documents/14583>

SPF (économie) : Le Service Public Fédéral Économie, PME, Classes moyennes et Énergie est une administration publique belge qui se charge de mettre en œuvre la politique économie au niveau fédéral.

Plus d'informations : <https://economie.fgov.be/fr/propos-du-spf-economie>

SRL : La société à responsabilité limitée est le nouveau nom de l'ancienne SPRL. Elle est réglementée dans le livre 5 du CSA. Elle est la forme la plus courante de société au vu de la flexibilité de son régime juridique⁷⁴.

⁷³ Règlement délégué (UE) 2023/2772 de la Commission du 31 juillet 2023 complétant la directive 2013/34/UE du Parlement européen et du Conseil en ce qui concerne les normes d'information en matière de durabilité, *J.O.U.E.*, Series, 22 décembre 2023.

⁷⁴ E., NAVEZ et A., NAVEZ, « Le droit des sociétés après l'entrée en vigueur du CSA. Quelles innovations dans la pratique notariale ? », *Rev. not.*, 2020/2, n° 3147, p. 126 à 128.

Annexe 2 : Guide d'entretien

Durée estimée pour chaque interview : 40 à 60 minutes

Le mémoire a pour but d'identifier les techniques qui sont mises en place par l'investisseur à impact pour se prémunir du risque de mission drift dans les entreprises sociales. Il s'agit d'une recherche exploratoire, qui va permettre de comparer les techniques effectivement mises en place par les investisseurs à celles que la littérature identifie.

Plus précisément, ce travail va s'intéresser aux outils que l'investisseur à impact utilise à chacune des étapes de son processus d'investissement. Nous nous concentrerons sur les investissements faits au profit des SRL dont un des buts est social ou environnemental.

AVANT de commencer :

- Demander le consentement pour être enregistré.
- Demander le consentement pour la retranscription et l'utilisation des informations récoltées dans le cadre de ce mémoire.
- Réexpliquer le cadre de la recherche : investissement à impact dans une entreprise sociale (autre que la coopérative) et mission drift.

PARTIE 1 : poser le contexte

Le but de cette partie est que le répondant se présente et qu'il explique son expérience face au mission drift.

1. Pouvez-vous vous présenter ?

Cela permet d'établir l'expérience que le répondant a dans l'investissement à impact. Il est notamment question de :

- *Son rôle*
- *L'organisme dans lequel il travaille*
- *Son ancienneté*

2. Pouvez-vous m'expliquer comment vous comprenez la notion mission drift ?

Cette question permet de s'assurer que nous soyons sur la même longueur d'ondes quant au concept de mission drift.

En cas de divergence ou de doute, expliquer le concept repris dans le cadre de ce travail : perception d'une incohérence entre les actions prises par l'organisation et sa mission déclarée. Autrement dit, il s'agit d'une déviation de l'objectif fixé. Dans le cas de l'entreprise sociale, qui est par nature hybride, il s'agit de mettre entre parenthèses la mission sociale dans sa quête d'efficacité / au profit de son but de lucre.

3. Avez-vous déjà été confronté au mission drift ?

Il s'agit ici de savoir si l'investisseur a déjà été confronté à un cas de mission drift. Le cas échéant, poser des questions complémentaires :

- *Comment et quand avez-vous identifié cette dérive de mission ?*
- *Comment avez-vous réagi à cette situation ?*
- *Avez-vous mis quelque chose en œuvre ?*

PARTIE 2 : processus d'investissement

Cette partie de l'interview permet de comprendre le processus d'investissement d'un investisseur à impact. Elle se concentre toutefois sur la « lutte » contre le mission drift.

1. De façon générale, comment trouvez-vous ou identifiez-vous les projets et entreprises dans lesquels investir ?

- *Recherchez-vous vous-même en fonction de votre profil d'investisseur/des objectifs donnés des projets qui peuvent correspondre ? (La littérature parle de la déclaration de politique d'investissement (= IPS), est-ce que c'est une référence que les investisseurs utilisent en pratique ?).*
- *Etes-vous directement contacté par les sociétés qui ont besoin d'investissement ?*

2. Prenez-vous en considération le risque de mission drift au moment de choisir d'investir dans une entreprise sociale ?

Autrement formulée, la question est de savoir si le répondant accorde une importance au risque de mission drift quand il entame le processus d'investissement.

a. Dans le cas où la réponse est (très) important :

- Quels sont les indicateurs que vous prenez en considération au moment de choisir dans quelle société investir ?
- Est-ce que la forme légale de la société est un facteur important ?
- Quels outils et critères utilisez-vous pour évaluer les potentiels investissements ? A quel point les considérez-vous fiables ?
Exemples : accréditation externe, gouvernance, statuts, mission-vision-valeur, intégrations des activités de lucre et à impact, réseau de la société, ...
- Selon vous, y a-t-il des indicateurs qui sont des deal breakers ?
- Ces indicateurs dépendent-ils de quelque chose ?
- Utilisez-vous des outils particuliers pour identifier les risques de mission drift ?

b. Dans le cas où la réponse est pas vraiment ou pas du tout :

- Quels sont les indicateurs que vous prenez en considération au moment de choisir dans quelle société investir ?
- Selon vous, pourquoi n'est-il pas nécessaire d'accorder beaucoup d'importance au risque de mission drift à ce moment de l'investissement ?

3. Avez-vous déjà négocié les modalités d'investissement ?

Le but de cette question est de se rendre compte si pour chaque investissement, l'investisseur a l'opportunité de réellement négocier les modalités de l'investissement ou si celles-ci sont imposées par la société dans laquelle il investit.

4. Si vous avez déjà négocié une fois les modalités de l'investissement, avez-vous privilégié certaines conditions ou clauses afin de réduire le risque de mission drift ?

a. Si oui :

- *Quelles étaient-elles ? (Identifiées dans la littérature : déploiement du fond, support organisationnel ou technique, interaction avec l'entreprise et les parties prenantes, implication dans les organes de gestion ,...)*
- *De quoi dépendent-elles ?*
- *Quelles sont les raisons pour lesquelles vous privilégiez cette/ces modalité(s) aux autres ?*

b. Si non :

- Pourquoi ne pas en privilégier ?
 - Y a-t-il des modalités récurrentes, bien que non privilégiées dans le cadre de la lutte contre le risque de mission drift, qui permettent tout de même d'éviter le risque de dérive de mission ?
- c. *Dans le cadre des investissements non négociés :*
- Selon vous, y a-t-il des clauses que les entreprises proposent par elles-mêmes (*puisque les modalités ne sont pas négociées*) qui permettent de lutter contre la dérive de mission ?
 - Si oui, quelles sont-elles ?

PARTIE 3 : assurer le suivi

1. Pendant la durée de votre investissement, mettez-vous quelque chose en œuvre pour assurer le suivi des objectifs fixés, notamment au niveau de l'impact ?

- Par rapport à une potentielle mesure, qu'utilisez-vous comme point de repère ?
La littérature identifie par exemple des KPI, le reporting ou la déclaration de politique d'investissement
- Concernant le suivi pratique, comment vous impliquez-vous dans la gestion de l'entreprise sociale ?
 - *Dans le cas d'une implication : quelles démarches trouvez-vous plus adaptées pour veiller à l'atteinte des objectifs de l'entreprise ? Sont-elles les mêmes que pour les sociétés traditionnelles et le but de lucre seul ?*
 - *Sans implication : Pourquoi ne pas s'investir ? Pensez-vous que cela a un impact sur le risque de mission drift ?*

A compléter si/quand d'autres techniques sont identifiées !

+ demander la fréquence du contrôle opéré.

2. En cas de risque élevé ou avéré de mission drift, prévoyez-vous de prendre des mesures particulières ?

- Y a-t-il des garde-fous qui sont prévus ? (*Au moment de la négociation par exemple : déploiement des fonds, taux de rendement variable, ...*)

Rejoint un peu la question 3 de la partie 1.

3. Est-ce que la sortie est généralement organisée à l'avance ?

- De quoi dépend-elle ?
- Il y a-t-il automatiquement sortie s'il y a mission drift ?
- Mettez-vous quelque chose en œuvre pour éviter que la sortie de l'investissement résulte en un impact négatif sur la mission sociale de l'entreprise ?
 - Si oui, pourriez-vous le décrire ?
 - Si non, pourquoi ?

APRÈS l'interview :

- Bien remercier le répondant pour son temps.
- Laisser la conversation ouverte en cas de besoin.
- Demander s'il a des contacts à partager.

Annexe 3 : Rencontres

N°	Date	Personne rencontrée	Fonds d'investissement et/ou entreprise	Modalités de la rencontre	Durée de la rencontre
1	28.06	Florent Scattareggia	Good Food Fund	Présentiel	42 min.
2	01.07	Alain Boribon	Citizenfund	Présentiel	45 min.
3	04.07	Olivier Van Cauwelaert	Scale Up fund	Visio	46 min.
4	30.07	Isabelle Philippe	SFPI (équipe impact)	Visio	53 min.
5	31.07	Thomas Rulmont	LITA.co	Visio	38 min.
6	06.08	Philippe Herbiet	Change Fund	Visio	31 min.
7	/	Yonka Braeckman	Impact Shakers	Échange de mails	/

1. Good Food Fund

Le Good Food Fund est un fonds d'amorçage. Il prend la forme d'une coopérative qui est née de l'initiative de Scale Up fund, Change de Crédal et Funds for Good. Son but est de financer des entreprises actives dans l'alimentation durable en Belgique. Le fonds requiert que les entreprises sociales financées soient en phase de démarrage. Le Good Food Fund finance ainsi les 50.000 premiers euros de l'entreprise. Un autre critère pris en considération est l'impact social, environnemental ou inclusif que l'entreprise présente.



Lancé en 2021, le fonds prévoyait une période d'investissement de 2 ans, qui s'est donc terminée en septembre 2023. Actuellement, le fonds se trouve en phase de gestion. Au cours des deux premières années, il a été investi dans 6 SRL :

- Greenzy (composteurs d'intérieur connectés) ;
- No Waste Republic (économie circulaire autour des déchets de pain) ;
- Babyl (ferme urbaine) ;
- Wonderbao (fast-food vegan) ;
- Freddy met Curry (traiteur zéro déchet et durable) ;
- Proxideal (service de livraisons éthiques et durables).

En plus de l'investissement financier qui a été réalisé, le Good Food Fund offre un service de coaching en fonction des besoins de l'entreprise.

Le fonds arrive à sa fin de façon prématurée. Une partie des méthodes de suivi n'a donc pas été mise en œuvre comme il était initialement prévu.

Nous avons rencontré Florent Scattareggia, chargé de la gestion journalière du fonds.

Source illustration : <https://www.linkedin.com/company/good-food-fund-be/>

2. Citizenfund

Le Citizenfund est un fonds d'investissement coopératif lancé en 2017 par sept entrepreneurs bruxellois. Dans une optique de développement, d'autres fonds sont initiés en Belgique, comme à Charleroi et à Liège (en discussion). L'objectif de CitizenFund est



de contribuer financièrement à l'essor d'entreprises dont l'impact social et/ou environnemental est concret et avéré.

Le choix des projets financés ne dépend pas d'un secteur d'activité en particulier mais de la décision des coopérateurs à la majorité simple. Toutefois, chaque projet passe par un processus de sélection élaboré. Plusieurs rencontres sont organisées entre l'entrepreneur et l'équipe opérationnelle, un comité de sélection et enfin l'ensemble des coopérateurs afin qu'il puisse présenter son initiative. Le fonds finance ainsi des initiatives sur base de l'intelligence collective.

Actuellement, CitizenFund finance 33 entreprises sociales et projets à impact. La forme que prend l'investissement repose sur les besoins de l'initiative financée.

Ce fond organise également un suivi pour les entreprises sociales.

Nous avons rencontré Alain Boribon, activiste disruptif en finance, co-fondateur du fonds et délégué à la gestion journalière.

Source illustration : <https://citizenfund.coop/>

3. Scale Up fund

Le fonds Scale Up est une coopérative qui prend des participations minoritaires dans des sociétés belges afin d'augmenter leur impact sociétal positif. Un premier fonds a financé une dizaine d'entreprises de 2013 à 2022. Depuis septembre 2023, un nouveau fonds a été mis en place. Celui-ci comporte à l'heure actuelle huit fonds.



La diversité du portefeuille du fonds est limitée puisque Scale Up se concentre dans le secteur de la transformation alimentaire. Plus particulièrement, il est investi dans des entreprises dont la mission a trait à la consommation locale ou BIO. La diversité du fonds s'observe au niveau des filières qui le composent :

- Fruits et fruits séchés ;
- Maraichage ;
- Boulangerie ;
- Farines ;
- Brasserie ;
- Infusions.

Son approche est différente de celle des deux premiers fonds que nous avons rencontrés. En effet, son but est de favoriser le développement des entreprises dans lesquelles il investit. Ce développement permet ensuite d'augmenter la quantité de l'impact, même s'il est minime au début.

Nous avons rencontré Olivier Van Cauwelaert, co-fondateur et CEO.

Source illustration : <https://scale-up.fund/>

4. SFPI

La société fédérale de Participations et d'investissement est le fonds souverain belge. Il s'agit d'une société anonyme fondée en 2006 et détenue par l'État belge. Sa mission est donc de soutenir l'économie belge par la création de valeur.



Alors que la SFPI élabore son plan stratégique 2020-2025, l'état belge lui confie une mission de relance après COVID (Relaunch for the future). Les questions sociétales se retrouvent au cœur des activités de

la SFPI. Le fonds a ainsi ajouté dans ses axes stratégiques l'investissement à impact, pour lequel plus de 250 millions d'€ ont été libérés. Les thèmes qui composent cet axe gravitent autour de la formation continue, de l'aide aux personnes âgées, de la réduction de la fracture digitale et de l'entrepreneuriat. Outre le portefeuille impact créé en 2020, la SFPI est un sponsor et soutien financier de BE.IMPACT et Impact Finance Belgium (initiatives héritières de Solifin).

La démarche, les buts et les montants investis diffèrent des autres investisseurs que nous avons rencontrés mais nous permettent d'envisager l'investissement à impact à plus grande échelle.

Notons que la société fédérale n'investit jamais seule puisqu'elle ne souhaite pas être actionnaire majoritaire. Le co-investisseur doit dès lors intervenir pour au moins le même montant et idéalement prendre le rôle de lead investor dans les négociations. La SFPI n'accepte pas pour autant la term sheet sans vérifier les analyses et les conditions proposées.

Nous avons rencontré Isabelle Philippe. Forte de 20 ans d'expérience auprès de Crédal, elle est aujourd'hui investment manager du secteur impact de la SFPI.

Source illustration : <https://www.sfpim.be/fr>

5. LITA.co

LITA.co est une plateforme d'investissement citoyen fondée en 2014 et active en Belgique, France et Italie. Plus précisément, il s'agit d'une plateforme de crowdfunding européenne. Autrement dit, il s'agit d'une plateforme qui se fait rencontrer des projets à impact social ou environnemental avec des investisseurs privés.



Elle permet ainsi à chacun d'utiliser son épargne pour financer des entreprises non-cotées, actives et engagées dans la transition. Elle a d'ailleurs obtenu le label Finansol qui prouve que les investissements qu'elle promeut sont durables et sociaux.

LITA.co s'occupe des premières étapes du processus d'investissement pour les investisseurs privés. La plateforme identifie et sélectionne les projets en levée de fonds et négocie les modalités de l'investissement avant de proposer celui-ci au privé.

Nous avons rencontré Thomas Rulmont, directeur national et membre de l'executive committee.

Source illustration : <https://be.lita.co/fr>

6. Change Fund

Fonds d'investissement géré par Crédal et constitué sous la forme d'une coopérative, Change Fund vise à encourager l'innovations sociale en Belgique, en plaçant l'humain, la planète, la prospérité et la collaboration au centre de ses processus. Le fonds peut se vanter d'une approche « impact first » grâce à l'attention particulière qu'il porte à l'impact. En effet, il s'agit du premier critère pris en considération et plus particulièrement, les objectifs de développement durable ainsi que l'inclusion et la modification du modèle entrepreneurial. Il faut comprendre par le critère d'inclusion que le fonds finance des initiatives qui rendent plus accessibles certains biens ou services.



Change propose des financements en fonds propres, avec la possibilité d'obtenir des prêts convertibles selon les besoins de l'entreprise financée. Outre l'accompagnement financier, le fonds joue un rôle actif pour l'accompagnement de l'entrepreneur et du projet social.

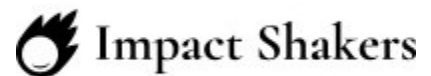
Jusqu'à présent, le fonds a investi près de 2 millions d'euros dans 12 projets différents.

Nous avons rencontré Philippe Herbiet, coordinateur du fonds depuis sa création en 2019.

Source illustration : <https://changefund.social/>

7. Impact Shakers

Impact Shakers est une entreprise d'investissement belge qui veut promouvoir l'entrepreneuriat pour s'attaquer aux challenges sociaux et environnementaux. Pour ce faire, un fonds en venture capital de 20 millions d'€ a été lancé. Celui-ci permet de lancer et de faire grandir, au travers de l'Europe, des initiatives actives dans le climat, les infrastructures et l'inclusion pour un impact sociétal et environnemental positif.



Impact Shakers se repose sur un large réseau de plus de 300 partenaires pour soutenir les entreprises qui sont financées.

Nous avons échangé par mail avec Yonka Braeckman, fondatrice et CEO de Impact Shakers et partenaire principale du fonds.

Source illustration : <https://www.linkedin.com/company/good-food-fund-be/>