

**FINANCEMENT DES COOPÉRATIVES :
LES OBJECTIFS ET MÉTHODES DES
INVESTISSEURS EN *PRIVATE EQUITY*
SONT-ILS COMPATIBLES AVEC CEUX
DES COOPÉRATIVES ?**

Jury :
Promoteur :
Virginie XHAUFLAIR
Lecteurs :
Julie RIJPENS
Maxime BOUCHAT

Mémoire présenté par
Céline MARQUET
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion à finalité
spécialisée en Gestion des Entreprises
Sociales
Année académique 2018/2019

**FINANCEMENT DES COOPÉRATIVES :
LES OBJECTIFS ET MÉTHODES DES
INVESTISSEURS EN *PRIVATE EQUITY* SONT-
ILS COMPATIBLES AVEC CEUX DES
COOPÉRATIVES ?**

Jury :
Promoteur :
Virginie XHAUFLAIR
Lecteurs :
Julie RIJPENS
Maxime BOUCHAT

Mémoire présenté par
Céline MARQUET
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion à finalité
spécialisée en Gestion des Entreprises
Sociales
Année académique 2018/2019

Remerciements

Ce mémoire n'aurait pas pu être rédigé sans l'aide de Virginie Xhaufclair qui m'a guidée, tout au long de sa réalisation. Je tiens à lui exprimer toute ma gratitude pour sa disponibilité, sa patience et ses conseils judicieux qui m'ont permis de nourrir, à plusieurs reprises, ma réflexion.

Mes remerciements s'adressent également à Maxime Bouchat, pour l'aide précieuse qu'il m'a apportée dans la finition de ce travail et à Julie Rijpens pour le temps qu'elle accordera à sa lecture.

Il me paraît également indispensable de remercier les différentes personnes qui ont accepté de me rencontrer et de me fournir les informations essentielles à l'analyse de la thématique choisie.

Enfin, je tiens à exprimer ma reconnaissance envers ma famille et mes amis, qui m'ont encouragée tout au long de mes études qui s'achèvent par la rédaction de ce mémoire. Un tout grand merci à mes sœurs et Noémie Distexhe pour leur soutien moral et à ma maman et mes grands-parents pour la relecture assidue de ce travail.

Tables des matières

INTRODUCTION	1
PARTIE I : ANALYSE THÉORIQUE	5
CHAPITRE 1 : LES COOPÉRATIVES	5
1.1 DÉFINITION ET CARACTÉRISTIQUES DU MODÈLE COOPÉRATIF	5
1.2 ORIGINE DES COOPÉRATIVES	6
1.3 LES COOPÉRATIVES EN BELGIQUE	7
1.3.1 <i>Evolution du cadre juridique</i>	7
1.3.2 <i>Le Conseil National de la Coopération</i>	8
1.3.3 <i>La Société à Finalité Sociale</i>	9
1.3.4 <i>La réforme du Code des Sociétés en Belgique</i>	9
1.4 SOURCES DE FINANCEMENT	10
1.5 CONCLUSION DU CHAPITRE	12
CHAPITRE 2 : INVESTISSEMENT EN <i>PRIVATE EQUITY</i>	13
2.1 PRIVATE EQUITY.....	13
2.1.1 <i>Définition</i>	13
2.1.2 <i>Attentes</i>	14
2.1.3 <i>Intérêt grandissant pour le secteur social</i>	14
2.2 CONCLUSION DU CHAPITRE	15
CHAPITRE 3 : LA RENCONTRE ENTRE LE <i>PRIVATE EQUITY</i> ET LES COOPÉRATIVES : L'<i>IMPACT INVESTING</i>	16
3.1 SPECTRE D'INVESTISSEMENT SOCIAL.....	16
3.2 COMPATIBILITÉ ENTRE LES OBJECTIFS ET MÉTHODES DES FONDS D'INVESTISSEMENT EN <i>PRIVATE EQUITY</i> ET CEUX DES COOPÉRATIVES	17
3.2.1 <i>Opportunités</i>	17
3.2.2 <i>Obstacles</i>	18
3.2.2.1 <i>Droits de propriété</i>	18
3.2.2.2 <i>Asymétrie d'informations</i>	23
3.2.3 <i>Pistes de solutions</i>	25
3.3 CONCLUSION DU CHAPITRE	27

PARTIE II : ANALYSE EMPIRIQUE.....	28
CHAPITRE 4 : MÉTHODOLOGIE ET RECHERCHE.....	28
4.1 OBSERVATION PARTICIPANTE.....	29
4.2 INTERVIEWS	30
4.2.1 <i>Sélection de l'échantillon</i>	30
4.2.1.1 Coopératives.....	31
4.2.1.2 Fonds d'investissement	31
4.2.1.3 Observations transnationales.....	31
4.2.2 <i>Collectes des données</i>	32
4.2.3 <i>Analyse des données collectées</i>	32
4.3 COLLECTE DE DOCUMENTS.....	33
CHAPITRE 5 : PRÉSENTATION DES RÉSULTATS	34
5.1 APPROCHE DES FONDS D'INVESTISSEMENT EN <i>PRIVATE EQUITY</i>	34
5.1.1 <i>Fonds 1</i>	34
5.1.2 <i>Fonds 2</i>	35
5.1.3 <i>Fonds 3</i>	36
5.1.4 <i>Fonds 4</i>	37
5.2 COMPARAISON DE L'APPROCHE DES FONDS D'INVESTISSEMENT À CELLE DES COOPÉRATIVES	38
5.2.1 <i>Droit de vote</i>	40
5.2.1.1 Points de vue des investisseurs.....	40
5.2.1.2 Points de vue des coopératives.....	41
5.2.2 <i>Droit de revenu</i>	42
5.2.2.1 Points de vue des investisseurs.....	42
5.2.2.1 Points de vue des coopératives.....	43
5.2.3 <i>Droit à la plus-value</i>	45
5.2.3.1 Points de vue des investisseurs.....	45
5.2.3.2 Points de vue des coopératives.....	48
5.2.4 <i>Droit de transfert</i>	52
5.2.4.1 Points de vue des investisseurs.....	52
5.2.4.2 Points de vue des coopératives.....	53
5.2.5 <i>Droit de liquidation</i>	53
5.2.6 <i>Conclusion</i>	54

5.3	CONCLUSIONS DE NOS OBSERVATIONS	56
5.3.1	<i>No-match</i>	56
5.3.2	<i>Match</i>	58
5.3.3	<i>Gap</i>	58
5.3.3.1	Pistes de réconciliations	60
5.3.3.2	Structure d'investissement	61
5.4	RECHERCHES TRANSNATIONALES.....	61
5.4.1	<i>Positionnement sur les pratiques de l'impact investing dans les coopératives</i> 62	
5.4.2	<i>Pistes de solutions</i>	64
5.4.2.1	Fonds hybride	64
5.4.2.2	Instruments financiers	66
5.4.3	<i>Conclusion de la comparaison transnationale</i>	67
	CHAPITRE 6 : DISCUSSION DES RÉSULTATS	68
	CONCLUSION	70
	BIBLIOGRAPHIE	73

Liste des abréviations

ACI	Alliance Coopérative Internationale
CNC	Conseil National de la Coopération
FS	Finalité Sociale
OCDE	Organisation de Coopération et de Développement économiques
SA	Société Anonyme
SC	Société Coopérative
SCES	Société Coopérative « Entreprise Sociale »
SICAV	Société d'Investissement à Capital Variable
SOWECSOM	Société Wallonne d'Economie Sociale et Marchande
SPRL	Société Privée à Responsabilité Limitée
SRL	Société à Responsabilité Limitée

Liste des figures

<i>Figure 1 : Le spectre d'investissement social.....</i>	<i>16</i>
<i>Figure 2 : Les droits de propriété.....</i>	<i>19</i>
<i>Figure 3 : La co-construction d'une finance sociale – une approche systémique.....</i>	<i>26</i>
<i>Figure 4 : Spécificités statutaires des « fausses » coopératives</i>	<i>38</i>
<i>Figure 5 : Spécificités statutaires des « vraies coopératives ».....</i>	<i>39</i>
<i>Figure 6 : Rendements des fonds d'investissements impact first.....</i>	<i>46</i>
<i>Figure 7 : Investissements disponibles sur le marché.....</i>	<i>63</i>
<i>Figure 7 : Spectre risque/rendement d'un fonds hybride</i>	<i>65</i>

Introduction

L'économie de marché, que ce soit en Belgique ou dans de nombreux pays du monde, dicte le fonctionnement de notre société actuelle. Or, l'évolution d'un système économique orienté vers la croissance, la compétitivité et la rentabilité financière à court terme ne prend pas en considération l'avenir des enjeux sociétaux et environnementaux, de plus en plus inquiétants. Dans le rapport scientifique « *World Scientists' Warning to Humanity: A Second Notice* », publié en 2017, des milliers de scientifiques, issus du monde entier tirent la sonnette d'alarme : "Nous compromettons notre avenir en ne freinant pas notre consommation effrénée de ressources, et en persistant à ne pas comprendre que la croissance démographique continue est le premier facteur de bon nombre de menaces écologiques et sociétales" (William J., Christopher W., Thomas M., Mauro G., Mohammed A., Eileen C., 2017, p.1). Ces chercheurs, parmi d'autres, incitent les citoyens, d'une part, à limiter leurs consommations et à consommer local et, d'autre part, à faire pression sur les gouvernements pour qu'ils adoptent des mesures qu'ils jugent indispensables pour l'avenir de la planète. Ce début d'année 2019 a d'ailleurs, particulièrement, été marqué par une conscientisation des citoyens qui s'inquiètent de l'avenir de notre société et se mobilisent autour des thématiques tels que le réchauffement climatique et les injustices sociales.

Face à ces défis actuels, le mouvement coopératif se pose comme une alternative et propose des solutions aux inquiétudes socio-économiques. Cette dynamique d'entreprise représente une opportunité pour les citoyens de réorganiser le partage du pouvoir et des richesses, en offrant une vision différente de celle du capitalisme : « la coopération plutôt que la compétition, le circuit économique local plutôt que la libéralisation à outrance, la propriété partagée plutôt que la pleine propriété dans les mains de quelques-uns, la démocratie économique et politique plutôt que l'oligarchie » (Ciccia, 2011, p.38). Par ailleurs, ce modèle permet aux citoyens de se réappropriier l'économie, à travers la création d'organisations dont ils sont non seulement propriétaires, mais également bénéficiaires. La propriété se voit, donc, réinventée et laisse place à de nouvelles dynamiques centrées sur la satisfaction des besoins économiques et sociaux des membres, par le biais d'une entreprise collective.

Cette alternative économique se fait connaître davantage dans l'économie contemporaine mais l'idée de la coopération n'est pas neuve. Elle prend place au début de la révolution industrielle pendant laquelle des citoyens, non satisfaits de leurs conditions de vie et de travail, s'unissent

pour répliquer aux injustices qu'ils vivent, en tant qu'ouvriers. Au fil des années, le modèle coopératif s'est réinventé et réapparaît particulièrement en temps de crise (Ciccia, 2011). En effet, depuis quelques années maintenant, les coopératives bénéficient d'un regain d'intérêt non seulement de la part des citoyens qui souhaitent investir autrement, mais également d'acteurs privés qui associent ce modèle comme une opportunité au soutien du développement durable.

Alors qu'auparavant, les mondes de la finance sociale et traditionnelle avaient peu en commun, une nouvelle dynamique financière émerge, celle de l'*impact investing*. Cette nouvelle forme d'investissement implique, notamment, un changement progressif de comportement de la part de certains investisseurs qui veulent, désormais, mettre en avant l'efficacité des coopératives, et cherchent des solutions, afin de les soutenir durablement. L'entrepreneuriat social, et notamment coopératif, devient donc une niche d'investissement pour de nombreux investisseurs : "Beaucoup de personnes fortunées éprouvent un grand sentiment de responsabilité vis-à-vis de la société dans laquelle elles vivent, de l'écosystème financier mondial au sens large et de l'héritage qu'elles souhaitent laisser derrière elles. Leurs décisions d'investissement reflètent de plus en plus une volonté d'obtenir non seulement des rendements financiers, mais également de contribuer à une meilleure société" (Hörger, 2018, p.1). Ces dénommés « *impact investors* », qui recherchent, outre une retombée financière, un impact sociétal, investissent majoritairement par le biais du *private equity*¹ qui leur permet de façonner directement la stratégie des entreprises soutenues et de les aider à obtenir l'impact recherché.

Du côté des coopératives, de nouvelles sources de financement en capital, jusqu'alors inaccessibles, s'offrent à elles. Parfois sous-capitalisées, certaines de ces entreprises se laissent tenter par l'arrivée de nouveaux capitaux sur le marché. Nous nous interrogeons, néanmoins, sur les points suivants :

Dans un modèle d'entreprise où ...

- la propriété appartient aux membres ;
- la gouvernance est gérée de manière démocratique ;
- la rémunération du capital n'est pas la priorité dans la répartition des richesses.

Quelle est la place pour un investisseur externe dont l'intérêt se porte davantage sur la valeur d'investissement que sur la valeur d'utilisateur de la coopérative ? Ces investisseurs

¹ Le *private equity* représente l'activité de fonds d'investissement qui investissent en capital ou fonds propres dans des sociétés non cotées en bourse.

comprennent-ils réellement les fondements d'une entreprise coopérative ? Une collaboration entre les coopératives et ces investisseurs aura-t-elle un impact sur la finalité de l'entreprise ? Les entreprises qui font appel à ce type d'investisseurs sont-elles des « vraies » coopératives ?

Au vu du changement dans l'écosystème du financement des coopératives, il nous semble légitime de s'interroger sur les motivations des coopératives et des investisseurs à collaborer ensemble. De la rencontre entre ces différents acteurs, se met en place une diversité de stratégies, de méthodes et d'objectifs. Cependant, le marché étant assez récent, peu d'études se sont centrées sur leurs compatibilités. A travers ce travail, nous apportons donc notre pierre à l'édifice, dans ce vaste champ qu'est l'*impact investing*, grâce à notre démarche exploratoire sur la thématique suivante : « Financement des coopératives : les objectifs et méthodes des investisseurs en *private equity* sont-ils compatibles avec ceux des coopératives ?

A l'heure actuelle, nous n'avons pas la réponse. C'est pourquoi, nous avons décidé de rencontrer les deux acteurs ciblés par ce mémoire, pour comprendre dans quelle mesure leurs objectifs pourraient être compatibles, et les différents scénarii qui découlent d'une telle collaboration.

Au terme de ce travail, nous aimerions être en mesure d'apporter au lecteur une meilleure compréhension des éventuelles tensions qui pourraient intervenir entre les objectifs et méthodes des investisseurs en *private equity*, et ceux du monde coopératif. Nous désirons également apporter des pistes de solutions quant à la réconciliation des intérêts de ces deux acteurs, afin de surmonter les obstacles identifiés, en nous inspirant de pratiques étrangères.

Ce travail de recherche est divisé en deux parties distinctes. La première partie présentera théoriquement les deux acteurs ciblés. Tout d'abord, nous introduirons les coopératives, leur mode de fonctionnement et caractéristiques. Nous analyserons le cadre juridique belge, pour comprendre la diversité de pratiques au sein du modèle coopératif ainsi que les différentes sources de financement que ces entreprises mobilisent. Ensuite, un aperçu théorique de l'investissement en *private equity* sera présenté brièvement, afin d'appréhender les objectifs et méthodes de ces investisseurs. Enfin, nous clôturerons cette partie par une approche de l'*impact investing* qui permet la rencontre des deux acteurs, et une analyse des opportunités et obstacles lors d'une telle collaboration.

La deuxième partie, quant à elle, vise à comprendre les différentes sources de tensions et les possibilités de collaboration, grâce à la rencontre, d'une part, de coopératives et, d'autre part,

de fonds d'investissement en *private equity* présents sur le marché belge. Après l'explication de la méthodologie adoptée pour ce travail de recherche, nous présenterons les différents fonds d'investissement auxquels nous nous sommes intéressés, afin d'avoir une première idée de leur positionnement. La section suivante permettra de comparer les points de vue de ces fonds à ceux des coopératives, sur les différentes tensions identifiées, afin d'en tirer des conclusions, et d'apporter des éléments de réponses à notre problématique. L'avis des différents intervenants sera, ensuite confronté aux informations recueillies dans la littérature.

Enfin, la conclusion résumera les observations récoltées sur le terrain et permettra d'apporter des recommandations aux acteurs sensibilisés par la problématique. Nous ferons apparaître également, les limites de ce travail de fin d'études.

Partie I : Analyse théorique

Chapitre 1 : Les coopératives

L'objectif de ce premier chapitre est d'avoir une première approche du modèle coopératif grâce aux concepts théoriques. Nous commençons par donner la définition et les caractéristiques liées à cette forme d'entreprise. Afin de favoriser notre compréhension, nous retournons aux origines du modèle, pour nous pencher, par la suite, sur les pratiques belges. Enfin, nous citons les différentes sources de financement auxquelles ces entreprises peuvent faire appel. Dans le cadre de ce travail, nous nous intéressons particulièrement aux apports en capitaux², nécessaires lors de la création de l'entreprise mais également à certaines étapes clés de son développement.

1.1 Définition et caractéristiques du modèle coopératif

Selon l'Alliance Coopérative Internationale³, une coopérative est définie comme « une association autonome de personnes qui se sont volontairement rassemblées en vue de réaliser leurs aspirations et de satisfaire leurs besoins économiques, sociaux et culturels communs, au travers d'une entreprise gérée de manière démocratique et détenue collectivement ». (Alliance Coopérative Internationale [ACI], n.d.a).

L'essence même d'une coopérative – la satisfaction de besoins communs – et ses principes – la propriété collective et la gouvernance démocratique – attribuent à ses membres une double qualité. Ils sont à la fois propriétaires de la coopérative, puisqu'ils détiennent ensemble les parts de l'entreprise, et usagers, puisqu'ils jouissent de ses activités économiques (Gijssels & Van Opstal, 2008). En référence à cette double identité, on qualifie un coopérateur de « membre-usager » et les bénéfices qu'il retire de cette relation sont différents en fonction des raisons pour lesquelles il décide d'investir : en tant que client, travailleur, épargnant, producteur, etc. (Mertens, 2010; Novkovic & Miner, 2015).

La coopérative se différencie d'une entreprise conventionnelle, dans la poursuite de sa finalité. En effet, la maximisation du profit et l'enrichissement personnel (*animus lucri*) n'expliquent pas les raisons d'existence d'une coopérative qui a, pour fondement, le désir d'œuvrer

² Le financement en capital est une source de financement en apports (numéraires ou natures) investis dans une société par un ou plusieurs investisseurs, en contrepartie d'un titre de propriété (JuriPresse, n.d.).

³ L'Alliance Coopérative Internationale est une organisation non gouvernementale fondée en 1895 qui réunit et représente les coopératives dans le monde entier. Elle travaille avec les gouvernements et les organisations mondiales pour créer un environnement légal propice au développement des coopératives (Alliance Coopérative Internationale, n.d.b).

ensemble, en vue d'obtenir de l'effort collectif une retombée autre que financière (*animus cooperandi*) (Espagne, 2010).

De plus, le modèle coopératif est caractérisé comme étant un modèle d'entreprise porteur d'un projet de société animé de valeurs. Celles-ci sont axées sur l'entraide, l'auto-responsabilité, la démocratie, l'égalité, l'équité et la solidarité et sont véhiculées par sept principes coopératifs qui permettent d'établir une série de repères, afin de favoriser la reconnaissance internationale du mouvement (cf. annexe I).

A l'heure actuelle, les coopératives ne représentent plus un phénomène marginalisé. Selon l'ACI (Alliance Coopérative Internationale, n.d.a), plus de 1,2 milliard de citoyens sont membres des quelque 3 millions de coopératives dans le monde. Par ailleurs, les coopératives participent à l'emploi stable et à la croissance économique, en employant 280 millions de personnes dans le monde entier, ce qui correspond à environ 10 % de la population active mondiale.

1.2 Origine des coopératives

Si la coopérative est un modèle d'entreprise ancré dans le paysage économique contemporain, l'idée de la coopération n'est pas neuve (Defourny, Simon & Adam, 2002). Le mouvement coopératif remonte à la première moitié du XIX^{ème} siècle, en Europe, et plus particulièrement en Angleterre et en France en réponse aux conséquences de la révolution industrielle (Toucas, 2005).

Selon Draperi (2006), l'histoire du mouvement coopératif rappelle que « la coopération, avant d'être un ensemble d'entreprises, est un mouvement social qui lutte pour l'émancipation économique de ses membres ». L'auteur relève cinq grands mouvements qui caractérisent le développement de la coopération. Le premier, appelé « associationniste », prend forme, au début du XIX^{ème} siècle (1830-1851), en Angleterre. Il s'explique par une envie des travailleurs de s'associer pour produire et consommer ensemble, de manière à s'offrir une certaine protection sociale. Ces associations sont considérées comme des innovations sociales qui ripostent à la situation de l'époque (Garbarczyk, Mortier, Wathelet & Woitrin, 2016). Un exemple phare est celui de la société des Equitables Pionniers de Rochdale créée en 1844, près de Manchester. Son origine prend place dans un contexte marqué par la pleine émergence du marché de la flanelle, en Angleterre, mais où les conditions de travail des ouvriers ne s'amélioraient pas davantage (Richez-Battesti & Defourny, 2017). Ne parvenant pas à obtenir une augmentation de leurs patrons, 28 tisserands ont décidé de s'associer pour ouvrir un

magasin coopératif. Garantir aux membres des prix raisonnables, tout en proposant des produits de qualité était un objectif fondamental du magasin, de même que les principes suivants : un homme-une voix, dans la prise de décision, répartition du surplus au prorata des achats des membres, rémunération limitée du capital, liberté d'adhésion. Aujourd'hui, ces tisserands sont considérés comme étant les pionniers du mouvement coopératif et ont contribué, considérablement, à l'élaboration des principes du modèle qui seront repris en 1895 par l'ACI. Le deuxième mouvement, entre 1851 et 1918, est caractérisé par le développement rapide de coopératives de production et de consommation qui s'institutionnalisèrent, par la suite, jusqu'en 1938. A cette époque (troisième mouvement), on parle alors de « république coopérative » qui représente une alternative au capitalisme. Le quatrième mouvement (1938-2000) est cependant victime d'un déclin du modèle et d'une certaine perte de valeur, après la seconde guerre mondiale, dans de nombreuses régions du monde. Enfin, le cinquième mouvement, celui dans lequel nous sommes aujourd'hui, est marqué par de nouvelles tensions économiques, notamment renforcées avec la crise de 2008, qui laissent place à la création de nombreuses petites coopératives, conçues pour satisfaire les besoins économiques ou sociaux de ses membres (Draperi ,2006). Ces projets émergent, non seulement, dans les secteurs d'origine du mouvement tels que l'agriculture et la finance solidaire mais s'ouvrent, également, à de nouvelles pratiques dans les circuits-courts alimentaires, les énergies renouvelables, la création d'emplois de qualité pour des personnes éloignées du marché du travail (Rijpens, Jonet, Mertens, 2015).

1.3 Les coopératives en Belgique

Analysons dans cette section, l'évolution du cadre juridique belge propre aux coopératives et les changements qu'apporte la réforme du Code des Sociétés et des Associations de 2019.

1.3.1 Evolution du cadre juridique

Si dans certains pays comme la Norvège ou le Portugal, le statut juridique coopératif est bien défini et reprend les principes de l'ACI, la situation en Belgique est assez différente (Dufays & Mertens, 2017).

Le législateur belge a créé la société coopérative par la loi du 18 mai 1873. Définie comme étant « une forme spécifique de société commerciale qui a pour caractéristique d'avoir un nombre d'associés et un capital variable » (SPF Economie, 2019a), la coopérative a attiré de nombreux entrepreneurs, depuis sa création. En effet, ce statut juridique assez souple et peu représentatif du modèle a laissé une « coexistence, sous la même appellation, de deux types de coopératives : d'une part, celles appliquant les principes coopératifs hérités des équitables

pionniers de Rochdale et, d'autre part, celles ne partageant pas l'idéal coopératif mais ayant adopté le statut de société coopérative par pure commodité » (Defourny et al., 2002). Une distinction entre les « vraies » et les « fausses » coopératives est, dès lors, vite apparue. Pour remédier à l'absence formelle des principes coopératifs par la loi belge, le Conseil National de la Coopérative (CNC) a été instauré par le législateur belge.

1.3.2 Le Conseil National de la Coopération

Le CNC, établi par la loi du 20 juillet 1955, est un organe consultatif du Ministère des Affaires Economiques. Ce conseil a pour mission de promouvoir et de défendre l'idéal de la coopération vis-à-vis de la législation. Une société coopérative qui fonctionne, conformément aux principes et valeurs coopératifs, peut désormais solliciter un agrément auprès du CNC. Les conditions à remplir, similaires aux principes reconnus par l'ACI, sont énoncées par l'Arrêté Royal du 4 mai 2016 (cf. annexe II) et incorporent les principes suivants (Defourny et al., 2002) :

- adhésion volontaire ;
- égalité ou limitation du droit de vote aux assemblées générales ;
- désignation des administrateurs et des commissaires par l'assemblée générale des membres ;
- taux d'intérêt modéré, limité aux parts sociales ;
- ristourne aux associés.

En respectant les critères de l'agrément, la coopérative montre, qu'au-delà de son statut juridique, elle défend une autre manière d'entreprendre.

L'Arrêté Royal du 4 mai 2016 qui modifie celui du 8 janvier 1962 attribue, désormais, l'agrément pour une durée indéterminée, autrefois limité à 4 ans. Suite à cette modification, les administrateurs doivent rédiger, chaque année, un rapport pour prouver que les conditions d'agrément sont toujours respectées par la coopérative (SPF Economie, 2019b). Par ailleurs, l'agrément CNC procure des avantages fiscaux et économiques (cf. annexe III) aux coopératives agréées, mais leur portée reste limitée. Selon Defourny et ses collaborateurs (2002), ce régime peu attractif contribue à l'explication du succès mitigé de cette formule. Cette constatation est appuyée par le Belgian Cooperative Monitor qui enregistre seulement 513 coopératives agréées CNC, sur un total de 25.405 coopératives relevées en Belgique. Le mouvement des « vraies » coopératives est donc très certainement sous-estimé. (Dufays & Mertens, 2017)

1.3.3 La Société à Finalité Sociale

En plus de l'agrément CNC, le législateur belge a instauré, en 1995, la possibilité aux entreprises commerciales (dont fait partie la coopérative) d'intégrer la finalité sociale dans leurs statuts. Il ne s'agit donc pas d'une forme de société juridique à part entière mais, plutôt d'une modalité à attacher aux statuts d'entreprises désireuses d'assurer leur objet social et leur mode de fonctionnement. Selon l'article 661 du Code des Sociétés, les statuts des Sociétés à Finalité Sociale doivent remplir 9 critères (cf. annexe IV).

Les chiffres relatifs aux coopératives à finalité sociale (non agréées CNC) sont de l'ordre de 618 en 2015. Parmi toutes les coopératives en Belgique, près d'un millier (997) se rapprochent donc du modèle prôné par l'ACI, en adhérant à certains principes, par le recours d'une forme juridique ou d'un agrément spécifique. En parcourant les principes de l'ACI, l'agrément CNC et les critères de la SFS, on peut remarquer une certaine complémentarité mais ces derniers ne sont pas pour autant équivalents (Dujardin, Mertens, Van Opstal, 2008).

1.3.4 La réforme du Code des Sociétés en Belgique

Le 27 février 2019, le nouveau Code des Sociétés et des Associations a définitivement été approuvé par le gouvernement. Toute nouvelle société créée à partir du 1er mai 2019, sera soumise à la nouvelle législation. Pour les entreprises déjà existantes, la réforme n'entrera en vigueur qu'à partir du 1er janvier 2020. Elles auront, ensuite, quatre ans pour adapter leurs statuts en les conformant soit aux nouvelles dispositions ou vers une autre forme juridique (Koen Geens, 2019).

Cette nouvelle réforme est synonyme de simplification, d'harmonisation et de flexibilisation. Son objectif : stimuler l'entrepreneuriat en Belgique en rendant la création d'entreprise plus attractive, afin d'attirer les investissements étrangers. Une des modifications majeures est la suppression du nombre de statuts juridiques de 17 à 4, laissant place à la société simple, la société anonyme (SA), la société à responsabilité limitée (SRL) et la société coopérative (SC).

Dès à présent, la SC retrouve sa particularité d'origine, à savoir mener une entreprise sur base d'un « vrai » modèle coopératif. Premièrement, la flexibilité liée à l'entrée et la sortie libre des actionnaires⁴ sans modification statutaire, auparavant réservée à la coopérative, est désormais accessible à la SRL (ancienne SPRL). Avec ce changement, les nombreuses « fausses »

⁴ Les coopérateurs sont désormais appelés « actionnaires » et leurs parts deviennent des « actions ».

coopératives actuelles, ayant choisi ce statut pour cette particularité, auront la possibilité de se diriger vers une autre forme d'entreprise, sûrement plus adéquate.

Ensuite, afin de renforcer l'identité coopérative, la définition légale de la société coopérative (SC) (art. 6 :1) est désormais basée sur la définition de l'ACI, en reprenant les éléments clés telles que la satisfaction des besoins sociaux et économiques des membres et la relation transactionnelle des membres avec la coopérative (cf. annexe V). Aucune référence aux principes coopératifs de l'ACI n'est cependant relevée dans ce nouveau code des sociétés. L'agrément CNC conserve donc toute son importance dans l'application des valeurs coopératives. D'autre part, la finalité sociale, autrefois disponible pour toute entreprise commerciale, disparaît et laisse place à un nouvel agrément « Entreprise Sociale » (ES) qui pourra uniquement être sollicité par les SC. Trois possibilités en termes d'agrément s'offrent donc aux SC : la société coopérative agréée, qui sous-entend l'agrément CNC, la société coopérative agréée comme ES et la SCES agréée, qui regroupe les deux possibilités.

Ces différentes informations sur l'évolution du cadre juridique belge nous permettent de mieux comprendre la confusion liée à la société coopérative en Belgique. Jusqu'à présent, cette forme d'entreprise a attiré de nombreux entrepreneurs par sa flexibilité. La réforme du Code des Sociétés apporte une certaine clarté, attendue depuis longtemps par le monde coopératif, puisque la SC est, en principe, désormais réservée aux entreprises qui reflètent les valeurs coopératives. Il nous semble important, dans ce travail, de souligner cette diversité de pratiques au sein de cette forme d'entreprise puisqu'elle aura vraisemblablement une incidence sur les acteurs de financement que ces différentes coopératives mobilisent.

1.4 Sources de financement

Ce dernier chapitre tente de mettre en avant les différentes sources de financement auxquelles les coopératives peuvent faire appel en Belgique. Nous nous intéressons particulièrement aux sources de financement que mobilisent les « vraies » coopératives, celles qui sont issues de l'économie sociale⁵. Comme mentionné précédemment, nous nous intéressons particulièrement aux sources de financement en capital, nécessaires lors de la création de l'entreprise mais également à certaines étapes clés de son développement.

Tout d'abord, il semble important de souligner que, même si les coopératives partagent des principes communs, elles se différencient néanmoins par leurs objectifs, leur taille et leur forme organisationnelle (Chamard, Faivre, Levant & Philippe, 2014) qui auront un impact direct sur

⁵ Une définition de l'économie sociale et de ses principes se trouvent en annexe VI.

la manière dont elles se financent. En réalité, les coopératives rencontrent souvent les mêmes besoins de financement qu'une entreprise classique (financement des opérations courantes, des investissements, des flux de trésorerie) et sont contraintes aux mêmes exigences (Mertens, 2010). La nature de leurs activités et leurs caractéristiques expliquent leur difficulté à accéder aux mêmes ressources que celles du circuit traditionnel. Néanmoins, ces spécificités leur offrent, tout de même, la possibilité de mobiliser d'autres ressources qui sont, quant à elles, difficilement accessibles pour les entreprises classiques. De cette manière, une coopérative peut faire appel à un modèle de financement alternatif, appelé « *financing-mix* », qui consiste à hybrider ses sources de financement, pour lui permettre de répondre à sa mission sociale et ses besoins financiers (Mertens, 2010). Selon la théorie du *financing-mix*, les sources de revenus d'une entreprise sociale⁶ doivent correspondre à la nature des bénéfices conférés aux fournisseurs de ces ressources. En d'autres termes, lorsqu'une coopérative qui répond aux principes de l'ACI identifie les bénéfices générés par ses activités, elle peut, par la même occasion, déterminer les différentes sources potentielles de financement.

Premièrement, une des conditions d'émergence du modèle coopératif, relevée par plusieurs auteurs, est la création d'une communauté autour du projet (Rijpens et al., 2015 ; Richez-Battesti & Defourny, 2017). Cette pratique induit une première source de financement apportée par les coopérateurs qui investissent, en contrepartie, des bénéfices que peut procurer la coopérative (Mertens, 2010). Par ailleurs, les coopératives ont la possibilité de mobiliser un autre levier financier, proposé par les acteurs publics qui soutiennent l'émergence de l'économie sociale. Par exemple, le dispositif Brasero développé par la SOWECSOM en Wallonie permet, sous certaines conditions, de doubler le capital apporté par les coopérateurs. Cette participation publique est justifiée par les bénéfices que les coopératives génèrent pour la collectivité. Deux autres acteurs publics, proposant leurs instruments financiers respectifs, sont identifiés en Belgique : Trividend en Flandres et BRUSOC à Bruxelles (Mertens, 2010).

Même si l'apport des citoyens constitue une source de financement majoritairement mobilisée par les coopératives, il ne permet pas toujours d'atteindre les capitaux nécessaires au développement de son objet social (Detremmerie, 1987). En effet, Huybrechts et Mertens (2014) soulignent **la difficulté pour les coopératives dont le besoin en capitalisation est important, de trouver le financement** qu'elles requièrent pour monter et développer leurs projets. Cet accès difficile peut être expliqué, d'une part, par le modèle peu attrayant pour les

⁶ Nous référons les entreprises sociales aux entreprises issues de l'économie sociale.

investisseurs qui cherchent à maximiser leurs retours sur investissement et, d'autre part, par la méfiance des membres de la coopérative d'accepter la présence d'investisseurs externes. Les auteurs soulèvent deux solutions pour remédier à cette sous-capitalisation. La première concerne l'implication d'un grand nombre de membres qui pourraient rassembler des montants suffisants, pour monter le projet coopératif. Néanmoins, dans ce cas de figure, l'organisation de la coopérative devient plus compliquée à gérer de manière démocratique. La seconde implique, malgré la réticence de certains membres, l'ouverture éventuelle du capital aux investisseurs externes. Dans ce cas, la pression des actionnaires qui attendent un retour sur investissement pourrait pousser la coopérative à se transformer ou ressembler à une entreprise capitaliste. Au vu de l'intérêt grandissant des investisseurs externes vers le secteur social, nous nous intéressons particulièrement à ce deuxième scénario dans lequel nous tenterons, à travers ce travail, de comprendre la posture de ces investisseurs et les opportunités et obstacles qu'une telle collaboration laisse entrevoir.

1.5 Conclusion du chapitre

Nous avons, dès à présent, une idée plus claire des racines du mouvement coopératif et des éléments qui les différencient du modèle d'entreprise traditionnelle. Les principes coopératifs, exploités ou non dans les différents statuts juridiques belges, nous permettent également de comprendre les méthodes mises en place, par cette forme d'entreprise alternative. Néanmoins, malgré une uniformisation des pratiques, nous remarquons une diversité de stratégies au sein de ce modèle d'entreprise. Les dimensions liées à la forme organisationnelle, au développement et à la taille différencient de nombreuses coopératives qui peuvent, dès lors, avoir des objectifs très différents. L'hétérogénéité des objectifs de ces entreprises est susceptible d'avoir un impact sur le type d'acteurs de financement vers lesquels elles souhaitent se tourner. La littérature nous permet d'appréhender les scénarios de financement possibles ainsi que leurs limites. Il nous semble donc intéressant de creuser cette thématique, dans la suite de ce travail, de manière à analyser vers quels types d'acteurs de financement, les coopératives souhaitent se tourner, suivant les objectifs qu'elles souhaitent poursuivre. Par ailleurs, étant donné l'intérêt grandissant des investisseurs privés à s'investir dans des projets porteurs de sens, nous avons décidé de nous intéresser, particulièrement, aux objectifs et méthodes des investisseurs en *private equity* et de comprendre, dans quelle mesure, leurs pratiques pourraient être compatibles avec celles des coopératives. Ces deux sujets seront traités respectivement, dans le deuxième et troisième chapitre de cette revue de littérature.

Chapitre 2 : Investissement en *private equity*

Ce deuxième chapitre introduit la notion d'investissement en *private equity*. Nous commençons par donner la définition de cette forme d'investissement et les pratiques qui la caractérisent. Nous tentons, ensuite, de comprendre les raisons pour lesquelles ces investisseurs s'intéressent, progressivement, au financement des entreprises sociales.

2.1 Private equity

2.1.1 Définition

Le *private equity*, appelé aussi capital-investissement, est traditionnellement défini « comme l'investissement, à long terme, réalisé par des investisseurs professionnels, dans les fonds propres de firmes nouvelles, non cotées, en contre-partie d'un gain en capital aléatoire complété par un rendement en dividende » (Wright, 2002). Le *private equity* implique donc l'investissement en capital, dans des jeunes entreprises, en achetant, soit des nouveaux titres de participation émis lors d'une augmentation de capital, soit des titres existant auprès d'actionnaires qui souhaitent revendre leurs parts. De manière générale, le *private equity* est réalisé par des fonds d'investissement spécialisés ou par des particuliers fortunés dont l'objectif est d'obtenir une plus-value, par la revente de leurs titres, après quelques années, en fonction du risque qu'ils auront pris.

Les caractéristiques générales liées à cette forme d'investissement que nous avons identifiées dans la littérature, sont les suivantes :

Le *private equity* implique une vision à long terme de l'investissement dont la durée est généralement comprise entre 5 et 7 ans. Contrairement aux autres métiers financiers, les investisseurs en *private equity* ne se contentent donc pas de réaliser une opération d'achat et de revente des parts du capital. Généralement, ces financeurs apportent également leurs compétences, leur réseau et leur expertise au sein des organisations qu'ils financent. Pour ce faire, ils mettent alors, en place, des structures de gouvernance qui leur permettent de s'impliquer dans la gestion des entreprises de leur portefeuille, notamment, par l'exigence d'une place au sein du conseil d'administration (Bavière, 2012).

Ensuite, le *private equity* est considéré comme un outil d'accompagnement à la croissance des entreprises. En adoptant cette posture, la seule manière pour les investisseurs de créer de la valeur et d'atteindre leurs performances financières est de faire, en sorte, que l'entreprise financée se développe et gagne des parts de marché (Bavière, 2012).

2.1.2 Attentes

Afin de poursuivre leurs objectifs financiers, les investisseurs en *private equity* utilisent diverses techniques de valorisation financière qui varient souvent en fonction des traditions de chaque pays. En Belgique, par exemple, les techniques d'actualisation des cash-flows⁷ sont les plus répandues (Wright, 2002). L'auteur souligne tout de même que, même si cette forme de valorisation est théoriquement correcte, elle pose néanmoins des questions sur son application dans le contexte du capital-investissement. D'abord, parce qu'il est difficile de connaître les cash-flows futurs d'entreprises, tels que les startups dont l'environnement est incertain. Ensuite il est difficile d'appliquer la méthode du rendement en dividendes à ces jeunes organisations puisqu'elles versent rarement des dividendes importants.

Ces différentes caractéristiques nous donnent une idée générale des objectifs et des méthodes appliquées par les investisseurs en *private equity*. Néanmoins, les pratiques traditionnelles évoluent et laissent place à de nouvelles méthodes caractérisées, notamment, par l'émergence de nouveaux modèles économiques dont les préoccupations sont centrées sur l'impact sociétal.

2.1.3 Intérêt grandissant pour le secteur social

Autrefois, les acteurs de financement avaient tendance à affirmer : « L'argent privé pour le financement des entreprises, l'argent public pour le financement des problématiques sociales » (Le Pendeven, 2013, p.12). Ce constat n'est désormais plus d'actualité. Depuis quelques années, les investisseurs privés s'intéressent davantage à l'entrepreneuriat social. Le Pendeven (2013) identifie trois facteurs qui expliquent cette tendance. Le premier est celui de la structuration d'un écosystème d'investissement social qui se caractérise par la professionnalisation d'acteurs historiques. L'auteur français souligne l'évolution du fonds Garrigue⁸, en France, par exemple. Le second est celui de l'importance que prend la conscience écologique et sociale dans le monde des affaires, ce qui incite de nombreux fonds à octroyer une partie de leur montant à des projets « responsables ». Le troisième est lié à la sensibilisation des investisseurs au modèle américain des *social venture fund*⁹. Ces différents éléments amènent de nouveaux investissements dans l'écosystème de financement des entreprises sociales.

⁷ La méthode du discounted cash flows « consiste à déterminer les revenus que rapporteront une entreprise (flux de trésorerie futurs) et à les actualiser pour indiquer la valeur d'une entreprise à une date donnée ». (Compta-facile, n.d).

⁸ Le fonds Garrigue est une « coopérative citoyenne de capital risque d'amorçage et de développement dans des PME ayant une finalité sociale et/ou environnementale, une gouvernance participative et une lucrativité encadrée » (Garrigue, n.d).

⁹ Le *social venture fund* est un fonds d'investissement à vocation sociale.

2.2 Conclusion du chapitre

A travers ce chapitre, nous avons l'intention d'introduire, assez brièvement, l'investissement en *private equity* et les éléments recherchés par les investisseurs qui s'inscrivent dans cette logique. Outre l'apport de capitaux en fonds propres, ces investisseurs ont la volonté de s'impliquer de manière proactive dans la gestion des entreprises qu'ils soutiennent. Cette implication importante se justifie, notamment, par leur objectif à créer de la valeur afin de pouvoir sortir de leur investissement en générant une plus-value financière. Depuis quelques années, l'investissement en *private equity* s'ouvre à d'autres niches d'investissement qui offrent de nouvelles opportunités de financement aux entreprises sociales auxquelles sont apparentées les coopératives. L'orientation de nouveaux fonds d'investissement vers le secteur social remet en question, les pratiques traditionnelles du *private equity* et fait émerger de nouvelles stratégies d'investissement, en fonction du positionnement de chaque acteur. La rencontre, d'une part, des investisseurs et, d'autre part, des coopératives est caractérisée par un nouveau marché, celui de *l'impact investing* qui fera l'objet du prochain chapitre.

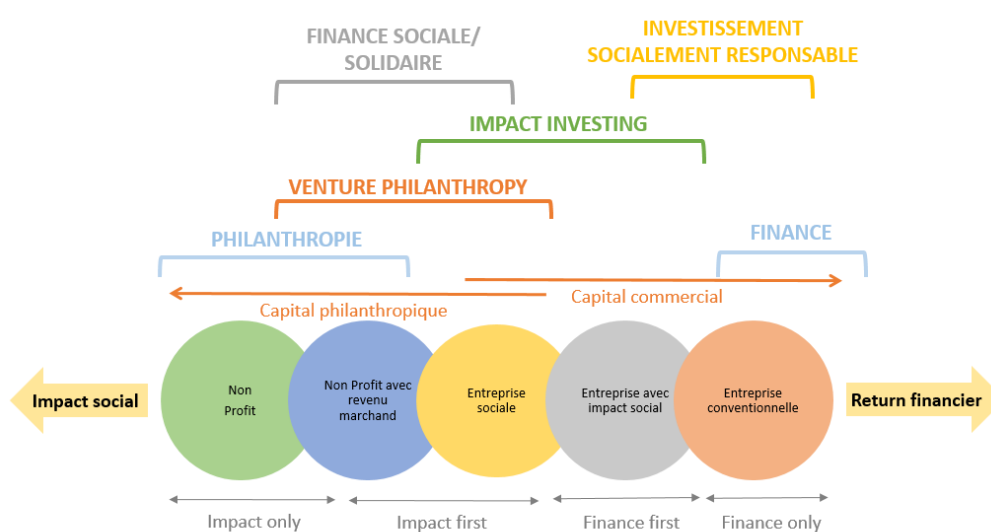
Chapitre 3 : La rencontre entre le *private equity* et les coopératives : l'*impact investing*

Ce dernier chapitre vise, tout d'abord, à identifier les différentes stratégies d'investissement que peuvent adopter les investisseurs en *private equity*. Une fois le positionnement de ces acteurs identifiés, nous essayerons d'établir les différents domaines dans lesquels leurs objectifs et méthodes pourraient s'aligner et/ou s'opposer avec les principes coopératifs.

3.1 Spectre d'investissement social

La logique d'investissement se compose de trois intentions différentes à l'égard de son résultat (Brandstetter & Lehner, 2015). Un investisseur peut se concentrer uniquement sur la génération de rendements sociaux et environnementaux, sans attendre un retour financier (*impact only*). Il peut également vouloir atteindre des rendements financiers d'une manière analogue à l'investissement en *private equity* conventionnel (*finance only*), identifié dans le chapitre précédent. Alors que ces deux logiques reflètent des traditions institutionnelles bien établies basées sur la société civile et la gestion du capital, l'investissement social inclut une troisième logique, à savoir la création d'un rendement hybride (social et financier), auquel fait référence l'*impact investing*¹⁰. Le spectre d'investissement social, représenté dans le graphique ci-dessous, implique donc une diversité de stratégies, directement influencées selon le positionnement des acteurs de financement sur ce spectre (Brandstetter & Lehner, 2015).

Figure 1 : Le spectre d'investissement social



Source : adapté de « Les financements privés au secours des entreprises sociales ? », Xhaufclair, 2019, (diapositive 3).

¹⁰ Pour plus d'informations sur l'*impact investing*, son origine et ses caractéristiques, nous invitons le lecteur à lire l'annexe VII.

A travers le spectre d'investissement social, nous identifions différentes approches d'investissement que nous avons détaillées en annexe VII. Leurs méthodes respectives sont issues de l'investissement en *private equity* mais se différencient, notamment, par la volonté de ces acteurs à obtenir, de leurs investissements, non seulement un rendement financier, mais également un impact social (Höchstädter & Scheck, 2014). L'accent porté sur l'impact social et/ou le return financier influence donc la stratégie des différents acteurs de financement et les éloigne ou rapproche des méthodes traditionnelles du *private equity*. Le processus d'investissement, expliqué en annexe VIII, nous permet notamment de comprendre les différents points de négociations entre les entreprises financées et les investisseurs en *private equity*. La valorisation de l'entreprise, le rendement financier, le pouvoir décisionnel, la mesure de l'impact et les possibilités de sortie sont des éléments qui influenceront la collaboration entre les coopératives, ou les entreprises sociales en général, et les investisseurs (annexe VIII). Au vu des nombreux positionnements dans le spectre d'investissement social, il nous semble primordial de mettre en lumière les différents scénarios dans lesquels les objectifs et méthodes des investisseurs en *private equity* pourraient s'éloigner ou se rapprocher de ceux des coopératives.

3.2 Compatibilité entre les objectifs et méthodes des fonds d'investissement en *private equity* et ceux des coopératives

Maintenant que nous avons une idée plus claire du modèle d'entreprise coopératif, d'une part, et des pratiques de fonds d'investissements en *private equity*, d'autre part, intéressons-nous, dès à présent, à la compatibilité d'une telle collaboration. Dans cette partie, nous tentons, de mettre en avant, les avantages et obstacles qui pourraient ressortir d'une collaboration entre les deux parties prenantes concernées, tout en essayant d'apporter leur point de vue respectif sur les éléments identifiés dans la littérature scientifique. Nous soulignons, tout de même, que la majorité des informations récoltées se rapportent aux entreprises sociales. Notre travail sur le terrain nous permettra, par la suite, de confirmer ou d'infirmer la pertinence de ces données, dans le milieu coopératif.

3.2.1 Opportunités

Tout au long de cette partie théorique, nous avons mis, en avant, l'importance pour les entreprises sociales d'avoir accès au financement en fonds propres, désormais plus accessible grâce à l'émergence de nouveaux acteurs dans le secteur. Les fonds d'investissement à impact, de leur côté, souhaitent investir dans des projets porteurs de sens et s'intéressent, dès lors, particulièrement aux activités des entreprises sociales qui se positionnent de la sorte.

De plus, l'appui non-financier, placé au cœur de la stratégie des *social venture fund*, est également considéré, par ces derniers, comme un avantage pour les entreprises sociales. Du côté des entrepreneurs sociaux, certains auteurs soulignent leur enthousiasme envers cette forme de coaching (Mayer & Scheck, 2018). Les deux auteurs (2018) nuancent, néanmoins, leurs propos en insistant sur le fait que ce soutien ne pourrait pas impliquer une prise de position dans le noyau organisationnel, car cette implication ne fait pas partie de l'expertise de ces fonds. Par ailleurs, une telle collaboration permet également aux entreprises sociales d'avoir accès plus facilement à d'autres contacts importants tels que de nouveaux investisseurs, des clients ou fournisseurs potentiels, des partenaires d'affaires ainsi que des fournisseurs de services professionnels comme des avocats, des comptables ou des consultants (Capers et al., 1997)

De telles constatations ne peuvent qu'encourager la collaboration entre ces deux acteurs. Nous nous questionnons cependant sur les éventuels obstacles qui pourraient entraver l'atteinte des objectifs de chaque partie prenante. Du côté de la recherche, l'examen systémique de l'investissement à impact et ses obstacles ne sont encore qu'à leurs débuts, peu d'auteurs d'ailleurs se sont intéressés à cette question (Glänzel & Scheuerle, 2015). Nous tentons tout de même, dans cette partie, d'avoir une première approche des obstacles identifiés dans la littérature que nous approfondirons, dans la deuxième partie de ce travail, grâce à la rencontre d'acteurs de terrain.

3.2.2 Obstacles

Malgré les avantages du financement en fonds propres pour les entreprises sociales, son utilisation est controversée à l'égard du conflit potentiel entre les intérêts des actionnaires et la mission sociale de l'entreprise (Brown, 2006). Ce conflit d'intérêts réside dans la définition même d'une entreprise sociale : « Une entreprise sociale est une entreprise dont les objectifs sont essentiellement sociaux et dont les excédents sont principalement réinvestis à cette fin, dans l'entreprise ou dans la collectivité, plutôt que d'être motivée par la nécessité de maximiser les profits des actionnaires et propriétaires » (Department of Trade and Industry 2002, p.13).

3.2.2.1 Droits de propriété

Selon Brown (2006), la conception de structures de financement en *private equity*, compatibles avec les valeurs et les objectifs des entreprises sociales est primordiale. Néanmoins, le souhait de ces entreprises à délimiter, notamment, les droits des actionnaires pourraient paraître contraignants pour les investisseurs du secteur privé qui souhaitent investir en capital dans ces structures. L'auteur illustre ces contraintes par le biais des droits de propriété, énoncés par Jeff

Gate (1998) dans son livre « The Ownership Solution ». Ce dernier divise les droits de propriété selon sept catégories distinctes, reprises dans le tableau ci-dessous.

Figure 2 : Les droits de propriété

Droits de propriété	Description
Droit de liquidation	Droit sur les actifs résiduels de l'entreprise après paiement de tous les autres créanciers
Droit au revenu	Droit de recevoir un dividende ou le paiement d'intérêts
Droit à la plus-value	Droit à tout gain (ou perte) en capital sur la valeur du placement
Droit de vote	Droit de contrôler les affaires de l'entreprise selon les principes de vote convenus
Droit de transfert	Droit d'échanger des investissements avec une autre partie ou de retirer des investissements de l'entreprise
Droit à l'information	Droit à l'information sur les politiques, pratiques et performances de l'entreprise
Droit public	Droit des gouvernements, au nom de leurs citoyens, d'imposer et de réglementer les entreprises

Source: reproduit et traduit depuis « Equity finance for social enterprises », Brown, 2006, p.75.

Les cinq premiers droits sont des éléments clés dans la conception du financement en fonds propres et méritent une attention particulière, dans l'analyse de la collaboration, entre un fonds d'investissement privé en *private equity* et le modèle coopératif.

Dans son ouvrage, Brown développe pour chaque catégorie, les dispositions spécifiques aux entreprises sociales qui pourraient paraître plus contraignantes pour un investisseur en *private equity*. De ces pratiques, nous retenons celles utilisées dans le modèle coopératif¹¹, de manière à avoir une première vue d'ensemble sur les obstacles éventuels, liés principalement aux statuts, entre les intérêts des actionnaires et ceux d'une entreprise coopérative.

Droit de vote

Premièrement, le droit de vote est une disposition prépondérante dans la mesure où elle peut déterminer tous les autres droits de propriété, à l'exception des deux derniers (Brown, 2006). L'attribution de ce droit est donc clé dans la détermination de qui contrôle l'entreprise. Alors

¹¹ Modèle prôné par l'ACI

que dans une entreprise privée, on applique le principe une action-une voix pour permettre aux investisseurs d'avoir un poids conséquent, en fonction du montant investi, la coopérative attribue le droit de vote, sur la base d'un membre par vote, de manière démocratique. Ce système est basé sur l'idée que chaque partie prenante (travailleurs, clients, fournisseurs et investisseurs) entretient une relation de risque identique avec l'entreprise puisqu'elle risque de tout perdre si celle-ci perd pied. Dans une entreprise classique, la relation entre ces différents acteurs est fondamentalement déséquilibrée étant donné que, de manière générale, le droit de contrôle est exclusivement accordé aux investisseurs-actionnaires. L'objectif d'une entreprise sociale est de concilier les intérêts contradictoires des parties prenantes, en rétablissant l'équilibre du pouvoir, grâce à un droit de vote limité (Brown, 2006).

Intimement lié au droit de vote, les investisseurs en capital-risque exercent également une surveillance, par le biais de droits de contrôle, en modifiant les mécanismes de gouvernance des entreprises de leur portefeuille (Sapienza, Manigart & Vermeir, 1996). Alors que les investisseurs en *private equity* sont d'avis qu'avoir un siège au conseil d'administration peut apporter une valeur ajoutée importante, les entrepreneurs sociaux perçoivent plutôt cette pratique comme une intrusion dans la gestion de leur entreprise (Sapienza et al., 1996). De plus, les conflits d'intérêts pourraient facilement diverger lors de la prise de décisions dans certains domaines (Capers, Collins & Gooneratne, 1997). Par exemple, les investisseurs pourraient avoir tendance à protéger leurs propres intérêts axés sur la sortie, plutôt que sur des stratégies qui profitent à l'entreprise financées sur du long terme. D'autres auteurs confirment, d'ailleurs, ce positionnement en ajoutant que les entrepreneurs sociaux craignent parfois que la mission ne s'éloigne des finalités du projet, en raison d'une orientation des investisseurs vers un financement rapide et à court terme (Berresford, 2003 ; Milligan et Schöning, 2011).

Droit de transfert

Ensuite, le droit de transfert est lié au droit d'un actionnaire de transférer (de vendre) ses actions à un tiers. Ce droit détermine qui contrôle l'entreprise et a une incidence sur les intérêts financiers des investisseurs. Dans une coopérative, le droit de vote étant limité, les droits de transfert le sont également ; ce qui permet aux intérêts de chaque partie prenante d'être protégés et empêche la concentration du pouvoir chez un seul actionnaire. Si l'investisseur décide de revendre ses parts à un tiers, celui-ci ne pourra, en effet, pas avoir plus d'influence sur la gestion stratégique de l'entreprise. A l'inverse, dans un modèle d'entreprise classique, la revente d'actions d'un investisseur majoritaire pourrait avoir des conséquences considérables sur l'avenir de l'entreprise (Brown, 2006).

Enfin, les droits de liquidation, les droits au revenu et les droits à la plus-value déterminent les intérêts financiers des investisseurs. Analysons la manière dont une coopérative affecte son résultat, pour mieux comprendre les contraintes liées au rendement financier dans ce type de structure.

Droit de liquidation

Comme toute entreprise, une partie de l'excédent est réinjecté dans la coopérative. Il peut être reporté à l'exercice suivant, mis en réserve ou servir à "gommer" une perte d'un exercice antérieur. En réalité, les coopératives ont tendance à réinvestir une partie substantielle des bénéfices générés, afin d'assurer leur viabilité financière et ainsi la pérennité de leurs activités (Bayot, 2015). Ces réserves sont un moyen de compenser la limitation structurelle du capital social des coopératives et les protègent contre la volatilité des marchés (CECOP, 2013). Cette pratique a d'ailleurs indéniablement contribué à la résilience du modèle coopératif, au fil des années, notamment après la crise économique de 2008. La particularité de ces réserves est qu'une partie peut être impartageable, c'est-à-dire indivisible même après dissolution de la coopérative (Francoual, 2017). Il s'agit d'un moyen d'exprimer non seulement la propriété commune des membres d'une coopérative mais, également, de dissuader tout investisseur externe qui ne pourra jamais prétendre au contrôle de ces fonds. En d'autres termes, les droits de liquidation des investisseurs se retrouvent limités, voire nuls, lorsqu'une réserve impartageable est mise en place dans l'entreprise. En cas de faillite, il est donc d'application que l'actif net¹² soit versé, soit à une autre coopérative, soit à une œuvre philanthropique, soit à l'État (Bayot, 2015).

Droit au revenu

Outre la mise en réserve, une partie du bénéfice peut être distribuée sous forme de dividendes mais de manière limitée, selon le troisième principe énoncé par l'ACI. Le système de répartition des bénéfices dans une coopérative donne, néanmoins, la priorité à l'octroi de rendements aux membres, calculés sur base des activités qu'ils mènent au sein de la coopérative, et non sur la rémunération du capital (Mortier & Whatelet, 2017). Dans le même ordre d'idée, une coopérative peut également redistribuer son surplus aux coopérateurs de manière implicite, c'est-à-dire même avant de l'avoir réalisé (Defourny & Nyssens, 2017). Prenons l'exemple d'une coopérative de producteurs qui leur permet d'obtenir un prix de vente supérieur à celui

¹² L'actif net est « un terme comptable qui fait référence à l'ensemble des actifs détenus par l'entreprise, après y avoir soustrait l'ensemble des dettes actuelles ou potentielles. Cet actif net représente par conséquent la valeur comptable des capitaux propres détenus par l'entreprise. » (Doit-Finances, n.d).

qu'ils auraient obtenu chez un distributeur traditionnel. En réalité, la coopérative accepte une marge plus faible et réduit son bénéfice. En renonçant à celui-ci, c'est un peu comme si elle le distribuait anticipativement aux membres. Dans le cas présent, cette forme de rémunération s'explique notamment par l'objectif premier de la coopérative à satisfaire les besoins économiques de ses membres. La rémunération du capital dans le modèle coopératif est donc tournée, principalement, vers les utilisateurs de la coopérative et laisse peu de perspective de rendement pour un investisseur extérieur.

Droit à la plus-value

D'un point de vue financier, les fonds d'investissement en *private equity* sont paradoxalement encouragés à présenter des perspectives de rentabilité élevées. Leurs attentes à ce titre peuvent atteindre 15-20 %, alors que la rentabilité observée dans une entreprise sociale s'élèverait plutôt de 0 à 5 % (Guézennec & Malochet, 2013). Quant aux méthodes de valorisation utilisées par ces investisseurs, elles se caractérisent par un niveau élevé d'asymétrie d'informations puisque les *startup* ne disposent souvent d'aucune donnée financière historique. En se basant sur des projections présentées dans le business plan, les entrepreneurs peuvent, dès lors, divulguer seulement ce qu'ils jugent nécessaire pour obtenir le financement (Alemany & Scarlata, 2010). Théoriquement, cette question ne s'adresse pas aux coopératives en raison de leurs droits de propriété qui limitent la possibilité de plus-value. Néanmoins, même si certains fonds ont une réelle volonté de soutenir des projets coopératifs et n'investissent pas pour faire une plus-value financière sur leur mise, le droit à un retour financier pourrait se justifier, par la prise de risque qu'implique leur investissement (Mortier & Whatelet, 2017).

Conclusion intermédiaire

Selon les principes coopératifs de l'ACI, les droits de propriétés du modèle limitent, fortement, le pouvoir que pourrait exercer un fonds d'investissement en *private equity* au niveau de la gouvernance ou du rendement qu'il attend de son investissement (Brown, 2006). Certains auteurs insistent, cependant, sur la différence des cadres légaux à travers le monde qui laissent place ou non à ce type d'acteur dans le financement des entreprises sociales (Guézennec & Malochet, 2013). Par ailleurs, des problèmes d'asymétrie d'informations dans la poursuite des objectifs et dans la génération des rendements à la fois financiers et sociaux sont identifiés par la majorité des auteurs qui se sont intéressés à cette thématique (Alemany & Scarlata 2010 ; Evans 2013 ; Achleitner, Engel, & Reiner, 2013).

3.2.2.2 *Asymétrie d'informations*

Présentons d'abord les problèmes liés à la poursuite d'objectifs divergents entre des investisseurs privés, tels que les fonds d'investissements, et les entreprises sociales.

Contrairement à un fonds d'investissement classique, la notion de risque est d'autant plus importante pour un fonds à impact puisqu'il ne peut compenser les pertes éventuelles d'un projet en faillite, en générant des rendements plus élevés par des sorties lucratives (Glänzel & Scheuerle, 2015). Les conditions d'investissement individuelles doivent donc prendre en compte la dimension collective de ces fonds. Différents points d'attention ont d'ailleurs été relevés par différents auteurs concernant le risque d'une faible rentabilité :

- Les entreprises sociales étant, de manière générale, des petites ou moyennes entreprises (PME), leurs besoins de financement initiaux sont souvent jugés trop faibles par les fonds d'investissement classiques (Guézennec & Malochet, 2013). En effet, la plupart de ces fonds ne sont pas en mesure de déployer les efforts nécessaires, considérés trop coûteux, lors du processus de *due diligence* pour des entreprises de petite taille (Eurosif, 2014). Selon Wendt (2015), les investisseurs traditionnels veulent s'engager dans des investissements de taille importante, ce qui empêche de nombreuses entreprises sociales à accéder à ce type de financement, notamment à cause de leur capacité d'absorption limitée.
- D'après leur enquête, Glänzel et Scheuerle (2015) ont également décelé un scepticisme général de la part de nombreuses entreprises sociales, à l'égard de la croissance organisationnelle axée sur l'investissement. En effet, certaines d'entre elles préfèrent croître lentement, de manière à consolider leurs activités et stabiliser leur position. Si elles décident de se développer, elles rejettent souvent l'idée de faire appel à du capital investissement, à cause des obligations qui leur sont assignées.
- La génération simultanée de rendements financiers et sociaux augmente également la complexité du spectre classique risque/rendement, qui part du principe qu'un investisseur n'est prêt à prendre plus de risques, qu'en échange d'un rendement attendu supérieur. En effet, un investissement à impact doit constamment équilibrer la double exigence de générer un impact social positif et un rendement financier. Selon Brandtsetter et Lehner (2015), ces deux objectifs peuvent créer des tensions et engager un risque de réputation au sein de l'organisation. Par exemple, ce risque fait référence à l'enclin d'une entreprise à augmenter les prix pour profiter de l'absence de concurrence, à cibler des clients relativement plus aisés, ou à retirer des liquidités de l'entreprise plutôt que d'investir dans l'innovation, pour

permettre un impact plus important et maintenir sa mission initiale (Brandtsetter & Lehner, 2015).

Néanmoins, la perception du risque associé aux projets sociaux peut également s'expliquer par d'autres facteurs :

- Les entreprises sociales souffrent de manière générale d'un manque de crédibilité vis-à-vis des investisseurs classiques (Guézennec & Malochet, 2013). Selon une étude réalisée en Allemagne, auprès de fonds d'investissement privés et d'entreprises sociales, de nombreux fonds affirment que même si les organisations sont prêtes à attirer des capitaux d'investissement, elles n'ont pas toujours les compétences nécessaires pour élaborer et mettre en œuvre un business plan approprié (Glänzel & Scheuerle, 2015).
- La différence d'attitude et de communication peut également agrandir le fossé entre les deux secteurs. Les acteurs de la finance traditionnelle ont souvent l'impression de parler un langage différent de celui des entreprises sociales qui ont tendance à s'enraciner, dans le troisième secteur. De leur côté, les entreprises sociales perçoivent les méthodes des fonds d'investissement comme étant principalement orientées vers le rendement, et expliquent leur comportement par leurs racines dans les secteurs du capital de risque (Glänzel & Scheuerle, 2015). Les auteurs expliquent que cette différence pourrait s'atténuer à l'avenir, car de nombreux jeunes diplômés d'écoles de commerce s'intéressent désormais au modèle d'entreprises sociales, et permettront une professionnalisation du secteur.

Il nous semble néanmoins primordial de nuancer ces propos en soulignant que, même si le risque associé à ces entreprises est élevé pour diverses raisons, des études ont prouvé que celles-ci échouent moins que les entreprises à but lucratif parce qu'elles répondent à des problèmes réels de société qui ne cessent d'augmenter, (OCDE, 2009).

Par ailleurs, d'un point de vue du rendement social, **un manque d'adéquation sur la méthode de mesure de l'impact social** est ressenti par de nombreux acteurs de l'*impact investing* (Glänzel & Scheuerle, 2015). Du point de vue des fonds d'investissements, l'impact social réellement généré est pertinent non seulement en tant qu'indicateur de performance, mais également, pour attirer de nouveaux investisseurs qui pourraient potentiellement racheter leurs parts à l'avenir. Cependant, s'il peut être facile de fournir des données sur les résultats, un manque d'outils pour comprendre l'impact réel se fait ressentir dans le secteur. Pour les entreprises sociales, les efforts qu'elles doivent déployer pour préparer les mesures et les rapports sont perçus comme un obstacle. En effet, ces entreprises ne comprennent pas la

nécessité de déterminer des indicateurs d'impacts pour assurer la gestion de leur organisation et les perçoivent, au contraire, comme un coût à assumer en vue d'accéder à du financement (Clark, Emerson, & Thorley, 2015). Selon Glänzel et Scheuerle (2015), bien qu'il existe une variété d'approches de mesure de l'impact, il serait nécessaire de démontrer celui-ci d'une manière plus adaptée aux relations d'investissement.

Ces divers enjeux sont considérables dans l'analyse de l'investissement à impact, au sein du secteur social. En effet, cette collaboration soulève de nombreuses problématiques que ce soit au niveau des barrières légales ou des objectifs qui peuvent, dans certains cas, s'avérer contradictoires. La perception d'un risque élevé freine de nombreux investisseurs à s'impliquer dans des projets sociaux et coopératifs. Néanmoins, certains auteurs évoquent différentes solutions qui permettent d'atténuer ce risque, de manière à attirer davantage de capitaux dans le secteur. Il nous semble important d'identifier ces pistes, afin d'apporter des recommandations susceptibles de favoriser l'intérêt des investisseurs en *private equity* à financer le secteur social et de réduire l'impact des obstacles identifiés.

3.2.3 Pistes de solutions

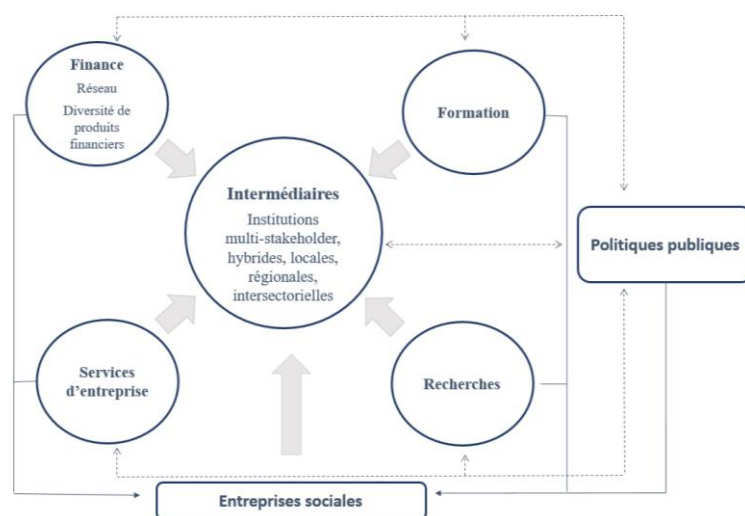
Selon le rapport de l'OCDE (2009), le cadre d'investissement relatif aux entreprises sociales est actuellement, dans de nombreux pays étudiés, incompatible aux réalités de ces organisations. Plusieurs pistes de solutions sont énoncées dans la littérature pour favoriser l'émergence de ces entreprises, souvent confrontées à un manque de financement en fonds propres (Guézennec & Malochet, 2013). Tout d'abord, le rapport de l'OCDE (2009) souligne que les entreprises sociales doivent être reconnues par les investisseurs potentiels, pour leur capacité à créer un impact sociétal positif, tout en adoptant des méthodes socialement inclusives. La contribution de ces entreprises à la société dépend néanmoins du rendement exigé par les acteurs de financement (rendements du marché, rendements inférieurs du marché, ...). C'est la raison pour laquelle le financement des entreprises sociales ne doit pas être approché de manière isolée, axée sur les transactions financières entre les bailleurs et bénéficiaires, mais plutôt dans une approche systémique intégrée (OCDE, 2009). Cette approche implique différents acteurs qui ont joué un rôle important dans la co-construction d'un écosystème de financement, propre au secteur de l'économie sociale.

Premièrement, le gouvernement est considéré comme un acteur clé dans la création de conditions favorisant le marché de l'investissement à impact social (Bammi & Verma, 2014 ; OCDE, 2009). Bammi et Verma (2014) expliquent que les principaux moyens, par lesquels le gouvernement peut soutenir cette forme d'investissement, sont la stimulation de l'offre, l'attrait

de capitaux vers les entreprises sociales et la régulation de la demande. Plusieurs leviers sont notamment évoqués dans la littérature (Guézennec & Malochet, 2013). Le premier consiste à encadrer juridiquement le secteur et les types de financement auxquels les entreprises peuvent être éligibles. Le deuxième levier, quant à lui, concerne la création de mécanismes incitatifs sur le plan fiscal. Enfin, le dernier levier identifié est l'élaboration d'une structure d'investissement, destinée à soutenir les innovations sociales et leur développement, grâce à l'octroi de capitaux ou de garanties.

Parallèlement à la mission de l'Etat, une structure indépendante permettrait, par exemple, de jouer le rôle d'intermédiaire entre les capitaux publics et privés, et de tirer profit des différentes sources de financement disponibles pour le secteur, en créant un effet de levier. De plus, la présence d'un tel acteur dans l'écosystème de financement éliminerait certains obstacles perçus par les investisseurs privés et identifiés précédemment. En effet, les intermédiaires de financement permettent notamment de partager le risque, de réduire les coûts de transaction, de surmonter les barrières culturelles et communicationnelles et, de mettre en place, un soutien spécifique aux entreprises sociales (Glänzel & Scheuerle, 2015). Leur rôle dans la création de nouveaux outils financiers (en fonds propres et quasi-fonds propres) est également favorable, dans la création d'une offre de financement qui répond aux besoins de ces entreprises. En intégrant les deux côtés du marché - l'offre et la demande - les acteurs intermédiaires ont l'objectif, non seulement, de coordonner les activités des investisseurs privés, des réseaux et des fédérations pour réduire un bon nombre d'asymétries qui caractérisent le marché, mais également de travailler en étroite collaboration avec les entreprises sociales, dont le succès est en jeu (OCDE, 2009).

Figure 3 : La co-construction d'une finance sociale – une approche systémique



Source: reproduit et traduit depuis «The Changing Boundaries of Social Enterprises», OCDE, 2009,

Les différents auteurs évoquent la mise en place de certaines méthodes dans plusieurs pays (Guézennec & Malochet, 2013). Nous approfondirons ces pistes de solution dans la deuxième partie de ce travail, grâce à une analyse transnationale.

3.3 Conclusion du chapitre

Nous sommes, désormais, en mesure de distinguer les éléments clés qui caractérisent l'*impact investing* mais également de positionner cette forme d'investissement dans le spectre social. Nous avons donc, à présent, une vue d'ensemble sur les nombreuses pratiques liées à l'investissement social qui nous permettent de mieux comprendre l'écosystème et la diversité de stratégies d'investissement qui en découlent. Par ailleurs, la littérature nous a permis d'avoir une première idée sur les opportunités et obstacles qui pourraient intervenir, lors d'une collaboration entre les investisseurs en *private equity* et les entreprises sociales, dont certaines pratiques ont pu être distinguées pour le modèle coopératif. Il nous semble, tout de même, important de souligner que les obstacles identifiés dépendront des stratégies ; d'une part, des investisseurs, en fonction de leur positionnement sur le spectre d'investissement social et, d'autre part, des coopératives, en fonction non seulement de leurs statuts juridiques mais également de leurs objectifs en termes notamment de développement et de gouvernance. Nous allons creuser cette thématique, au travers de la deuxième partie de ce travail, grâce à la rencontre de coopératives et de fonds d'investissement en *private equity* sur le marché belge. De plus, afin de réduire au maximum les éventuels obstacles, certaines pistes de solutions permettent d'apporter des premières recommandations, que nous essayerons d'approfondir, par une approche d'acteurs étrangers.

Partie II : Analyse empirique

La seconde partie de ce mémoire se compose de trois chapitres distincts qui développent respectivement la méthode utilisée pour ce travail, la présentation des résultats obtenus lors des interviews et une discussion sur l'interprétation de ces derniers.

Chapitre 4 : Méthodologie et recherche

Notre méthode de travail a consisté, sous plusieurs aspects, en une démarche inductive. Thomas (2006) mentionne que l'objectif premier d'une analyse inductive est de permettre aux résultats de la recherche d'émerger des thèmes dominants, récoltés dans la revue de littérature, sans les contraintes imposées par des méthodologies structurées. En effet, contrairement à une méthode déductive qui vise à tester si les données collectées sont cohérentes avec les hypothèses identifiées au préalable par le chercheur (Blais & Martineau, 2006), l'analyse inductive dérive des concepts théoriques, à partir d'interprétations que le chercheur réalise sur le terrain.

Comme le mentionne Thomas (2006), la première étape d'une démarche inductive est la récolte de données brutes, issues d'articles scientifiques que nous avons ensuite condensées et classées en fonction des objectifs de notre recherche. Au cours de ces premières recherches, nous avons constaté que les deux acteurs ciblés dans ce travail, à savoir les investisseurs en *private equity* et les coopératives, sont bel et bien identifiés comme faisant partie de l'écosystème de l'*impact investing*, et donc, susceptibles de collaborer. Or peu d'auteurs scientifiques s'intéressent, réellement, à la compatibilité des objectifs propres à ces deux acteurs. Certains ont orienté leurs recherches sur les droits de propriété, pour comprendre les contraintes statutaires auxquelles les investisseurs externes doivent s'adapter, en prenant des participations dans des entreprises sociales. Outre l'aspect juridique, d'autres auteurs ont mis en évidence d'autres obstacles susceptibles d'apparaître entre les méthodes et objectifs des investisseurs en *private equity* et ceux des entreprises sociales. En revanche, aucune recherche centrée sur l'analyse des obstacles spécifiques au modèle coopératif et à son mode de fonctionnement n'a été trouvée, dans cette forme de littérature. Nous avons donc décidé d'élargir nos recherches à la littérature grise, basée sur des rapports de recherche d'organismes spécialisés dans l'*impact investing*. Néanmoins, peu d'informations supplémentaires ont été trouvées dans ce type de littérature. A la fin de cette première partie théorique, nous sommes en mesure de constater, d'une part, une diversité de stratégies, méthodes et approches de financement dans le milieu coopératif et, d'autre part, une hétérogénéité dans le positionnement des investisseurs, issus de l'*impact investing*, en fonction de leur volonté d'atteindre un rendement social et/ou financier. Ces différents éléments nous

donnent un premier cadre d'analyse, mais ne sont pas suffisants pour répondre correctement à notre problématique. Le choix d'une méthode inductive s'est donc vite présenté, au vu des éléments de réponse que nous sommes en mesure de trouver dans la littérature. Thomas (2006) appuie ce raisonnement : il explique que la démarche inductive permet de développer un cadre de référence ou un modèle à partir des nouvelles catégories, émergentes de la recherche. Blais et Martineau ajoutent que cette méthode « se prête particulièrement bien à l'analyse de données portant sur des objets de recherche à caractère exploratoire, pour lesquels le chercheur n'a pas accès à des catégories déjà existantes dans la littérature » (Blais & Martineau, 2006, p.4).

N'ayant accès qu'à des informations limitées sur le sujet, nous avons orienté notre partie pratique vers une rencontre d'acteurs du terrain, afin de pouvoir récolter un maximum d'éléments en lien avec notre question de recherche. Comme nous le confirme Thomas (2006), Blais et Martineau (2006), l'utilisation d'une méthodologie qualitative est une des méthodes les plus efficaces dans une démarche inductive, et plus particulièrement, lorsqu'elle est exploratoire. Cette méthode nous permet d'analyser, en profondeur, la validité des données récoltées dans notre revue de littérature ; de confronter leur pertinence et surtout, d'apporter des nouveaux éléments de réponses plus spécifiques au modèle coopératif.

Afin de disposer de données valides pour mener à bien une recherche, D'Amboise et Audet (1996) nous encouragent à faire appel à une « triangulation des données », qui consiste à vérifier les informations obtenues à travers l'analyse des différentes sources ou techniques. Les auteurs mentionnent que cette méthode contribue à appuyer la validité des résultats d'une recherche inductive. Saunders et ses collaborateurs affirment que l'utilisation de plusieurs sources permet de découvrir de nouveaux aspects liés à la question de recherche et inconnus du chercheur (Saunders, Lewis & Thornill, 2009). Notre recherche s'est donc réalisée à travers l'obtention de données, via trois biais différents : l'observation participante, des interviews et la collecte de documents.

4.1 Observation participante

De janvier à mars 2019, nous avons réalisé un stage à la SOWECSOM. Au cours de celui-ci, nous avons été en contact avec de nombreux acteurs issus du milieu coopératif, qu'ils soient du côté de l'offre ou de la demande de financement. Grâce à cette expérience professionnelle, nous sommes particulièrement familiarisés avec les différents modèles de financement auxquels les coopératives font appel, en fonction de leurs objectifs respectifs. Nous avons, notamment, rencontré différentes coopératives dont le besoin en capitalisation est élevé qui

rencontrent des difficultés à attirer de nouveaux investisseurs privés dans leur structure. Par ailleurs, nous avons eu l'occasion d'assister à diverses réunions, avec un fonds d'investissement à impact qui s'intéresse au financement du modèle coopératif mais rencontre néanmoins certains obstacles quant à l'aboutissement de ses objectifs. Ces différents échanges, qu'ils soient avec les acteurs rencontrés ou avec l'équipe de la SOWECSOM, nous ont orientés vers le sujet de mémoire dont la question de recherche est devenue « Financement des coopératives : les objectifs et méthodes des fonds d'investissement en *private equity* sont-ils compatibles avec ceux des entreprises coopératives ? ».

Tout au long du stage, nous avons adopté la posture d'observateur participant. Cette méthode implique que le chercheur s'occupe essentiellement de regarder, d'écouter et d'établir des contacts avec les acteurs qui l'entourent (Lapassade, 2002). Comme le suggère l'auteur, nous avons réuni et collecté le maximum d'informations, grâce aux notes prises à chaque rendez-vous et réunion d'équipe.

4.2 Interviews

4.2.1 Sélection de l'échantillon

Grâce aux contacts établis lors de notre stage, nous avons construit une première liste d'intervenants qui s'est élargie au fur et à mesure, en fonction des recommandations des personnes interrogées. En effet, celles-ci nous ont parfois incités à rencontrer d'autres acteurs pertinents : ce qui nous a permis d'agrandir notre liste initiale de 14 à 19 personnes, au bout des deux mois d'interviews.

Au vu de notre problématique, nous avons décidé d'interroger, non seulement, des coopératives mais également des fonds d'investissement et des acteurs intermédiaires. Notre choix s'est porté sur des organisations de profils différents, afin de comprendre les raisons pour lesquelles elles collaborent (ou non) entre elles et les cas de figure qui l'autorisent. Il nous semblait en effet important de choisir un échantillon hétérogène, de manière à avoir un regard global sur les différents scénarios possibles. Nous avons aussi décidé d'orienter nos recherches vers certains marchés étrangers, afin de comprendre la place éventuelle que peuvent occuper les fonds d'investissement en *private equity*, dans le financement des coopératives. Ces observations transnationales ont pour but, non seulement, d'établir des points de comparaison avec la situation belge mais également, de découvrir les pratiques spécifiques, développées dans chaque pays, pour répondre aux besoins de financement des coopératives.

4.2.1.1 *Coopératives*

Comme mentionné précédemment, notre stage nous a permis de mieux appréhender le modèle coopératif et ses modes de financement. Nous nous sommes vite rendu compte qu'en réalité, de nombreuses pratiques sont utilisées au sein de cette forme d'entreprise. Elles ont une incidence directe sur le type d'acteurs présents dans le capital de celle-ci. La construction des statuts est, notamment, un élément déterminant dans la recherche de financement des coopératives et explique, en grande partie, le montage financier recherché. Par ailleurs, il nous semblait primordial de questionner des coopératives non seulement différentes d'un point de vue juridique, mais également, différentes par leurs tailles et leurs besoins financiers. Nous estimions que ces éléments nous permettraient par la suite, de comprendre en quoi leurs pratiques les éloignent ou rapprochent d'une collaboration avec des investisseurs privés, tels que les fonds d'investissement en *private equity*. Ce choix a notamment été influencé lors de notre stage et au vu des informations récoltées sur le financement des coopératives, dans notre revue de littérature. Au total, nous avons rencontré neuf coopératives belges qui présentent des caractéristiques hétérogènes. Un tableau synthèse, reprenant les différents éléments qui permettent au lecteur d'avoir une vue d'ensemble sur les types de coopératives contactées, se trouve en annexe X.

4.2.1.2 *Fonds d'investissement*

Au niveau de l'offre de financement, nous avons contacté différents fonds qui investissent en *private equity*, dans des entreprises sociales à impact et/ou coopératives, en Belgique, pour connaître leurs cibles ainsi que leur stratégie d'investissement. De la même manière que notre échantillonnage de coopératives, nous avons sélectionné des fonds, avec des structures et stratégies différentes, afin de comprendre leur positionnement, dans l'écosystème de financement des coopératives. De cette façon, nous essayerons d'établir des connections entre le positionnement de ces acteurs de financement et ceux des coopératives, à savoir dans quels types de structure, ils souhaitent investir et pour quelles raisons. Sachant que son expertise dans le financement des coopératives en Wallonie est reconnue, nous avons questionné la SOWECSOM concernant son positionnement sur la posture des investisseurs en *private equity* dans le modèle coopératif. Les informations concernant les fonds rencontrés sont disponibles en annexe XI.

4.2.1.3 *Observations transnationales*

Enfin, nous ne voulions pas limiter ces recherches, au marché belge, car nous pensons que les pratiques étrangères ont le mérite d'être connues, et peuvent apporter des pistes de solution

quant aux structures et outils de financement qu'elles mettent en place. Nous avons donc contacté différents fonds d'investissement, en France et au Québec, qui fonctionnent de manière très différente et avec lesquels nous avons déjà eu l'occasion d'être en contact, lors de notre stage. De plus, nous avons eu l'occasion de rencontrer un acteur qui a travaillé dans une agence en Allemagne et qui accompagne les entrepreneurs sociaux, dans leur recherche de financement auprès d'investisseurs. Toutes les informations concernant ces acteurs étrangers se trouvent en annexe XII.

4.2.2 Collectes des données

Afin de récolter un maximum d'informations de qualité, nous avons réalisé des entretiens semi-directifs. Cette forme d'entretien permet de suivre une certaine linéarité, de guider les personnes interviewées, tout en faisant varier la liste des questions, en fonction du domaine de prédilection de l'intervenant ainsi que du contexte de l'entretien (Saunders et al., 2009). Nous avons élaboré deux guides d'entretiens « types » pour comprendre le point de vue respectif des coopératives et des fonds d'investissement. Ces guides, consultables en annexe XIII, ont été réalisés, sur base des informations récoltées dans notre revue de littérature et lors de notre stage à la SOWECSOM. Au fur et à mesure de nos interviews, nous avons fait évoluer les réponses des intervenants qui nous ont parfois redirigés vers d'autres éléments importants auxquels nous n'avions pas pensé au départ.

Chaque entrevue s'est déroulée de manière individuelle, soit en tête-à-tête ou via une communication téléphonique. La durée a été établie en fonction de la disponibilité des intervenants : elle variait entre 30 minutes et une heure et demie. Afin de retranscrire chaque interview de manière exhaustive, nous avons enregistré les discussions entretenues avec les intervenants.

4.2.3 Analyse des données collectées

Après chaque interview et notes de réunion retranscrites, nous avons parcouru les différentes réponses obtenues, en mettant en évidence les éléments importants partagés par les intervenants, sur notre question de recherche. La première analyse des informations récoltées a été réalisée par thématique, afin de chercher une certaine cohérence entre chaque entretien (Blanchet & Gotman, 2007). Nous avons donc repris les droits de propriété, identifiés dans la littérature, afin de structurer nos réponses, puisque la majorité des informations récoltées se rapportaient à ceux-ci. Ensuite, nous avons décidé d'ajouter un deuxième axe d'analyse en fonction, cette fois-ci, du positionnement des fonds d'investissement et des coopératives. Cette mise en contexte des propos de chaque intervenant nous permet de prendre en considération leurs différents

objectifs et méthodes et de mettre en évidence les différents scénarii possibles, dans nos conclusions (Saunders et al., 2009).

4.3 Collecte de documents

La troisième méthode exploratoire utilisée est la collecte de documents auprès de personnes interviewées et porteuses d'une documentation supplémentaire. Lorsque, lors de nos recherches à l'étranger, nous n'avions pas toutes les informations nécessaires, nous avons eu recours à cette méthode. Contrairement aux interviews, nous avons analysé ces données en fonction des différents dispositifs mis en place.

Chapitre 5 : Présentation des résultats

Dans ce chapitre, nous reprenons les informations récoltées lors des différentes interviews afin de pouvoir apporter des éléments de réponse à notre problématique : « Financement des coopératives : les objectifs et méthodes des fonds d'investissement en *private equity* sont-ils compatibles avec ceux des coopératives ? ». Le but de cette partie est de mieux appréhender les objectifs et méthodes des deux acteurs ciblés et, ainsi, d'être en mesure de représenter les différents scénarii possibles. Nous avons donc divisé ce chapitre en quatre parties distinctes. Premièrement, nous présentons les différents fonds d'investissement en *private equity* que nous avons rencontrés ainsi que leurs modes de fonctionnement et stratégies respectives. Deuxièmement, nous confrontons les différents objectifs et méthodes de ces fonds avec ceux des coopératives afin d'être en mesure, par la suite, d'analyser si une collaboration pourrait (ou non) avoir lieu. Troisièmement, nous essayons de tirer des conclusions des résultats que nous avons récoltés grâce à la création d'un tableau récapitulatif. Enfin, pour approfondir nos recherches, nous nous penchons sur des pistes de solutions suggérées par des intervenants étrangers : celles-ci permettraient d'atténuer certains obstacles identifiés.

5.1 Approche des fonds d'investissement en *private equity*

Notre recherche s'est centrée sur quatre fonds d'investissement en *private equity*, présents sur le marché belge. Avant de comparer leurs stratégies avec celles des coopératives, il nous semble primordial de présenter leurs caractéristiques respectives.

5.1.1 Fonds 1

Le premier fonds d'investissement auquel nous nous sommes intéressés est un fonds d'investissement citoyen. Le co-fondateur rencontré nous explique que la création du fonds prend son origine, à travers plusieurs constatations, au sein du marché de financement des entreprises qui veulent avoir un impact social et/ou environnemental. Le premier objectif était de créer un fonds d'investissement, citoyen et coopératif qui serait, tout d'abord, moins gourmand en termes de rendement financier, afin de pouvoir permettre le développement de projets issus de l'économie sociale qui ont des objectifs de rendement limité. Par ailleurs, l'intervenant constate qu'aujourd'hui, il y a un certain engouement de la part des citoyens à investir dans le modèle coopératif, notamment à travers les levées de fonds de *crowdfunding*. Or, en mettant leur argent dans le même panier, les citoyens augmentent le risque de perdre tout l'argent qu'ils investissent. La deuxième volonté du fonds est donc de pouvoir mutualiser ce risque, en investissant dans plusieurs projets issus de secteurs différents. L'idée c'est aussi

d'accompagner les porteurs dans le développement du projet. Selon le co-fondateur du fonds, les entrepreneurs sociaux ne mettent pas toujours le focus sur le business en lui-même mais, plutôt, sur ses finalités et l'implication de chaque partie prenante. A travers cet accompagnement, le fonds citoyen souhaite diminuer au maximum le taux d'échec des projets financés : pour, qu'in fine, il puisse non seulement distribuer un dividende à ses coopérateurs mais également persister dans le temps. Les cibles du fonds sont des entreprises qui, peu importe leurs statuts, génèrent un impact sociétal. De par son positionnement, le fonds est prêt à investir dans des entreprises dont les contraintes statutaires limitent le pouvoir des actionnaires.

La vision du fonds est de créer un pont entre deux mondes : celui des capitalistes et des idéalistes, parce que, selon l'acteur rencontré, « l'un ne peut vivre sans l'autre ». Créé sous forme de coopérative, cet acteur de financement implique ses coopérateurs, dans le processus de sélection des projets et essaye de réconcilier le public avec la finance en montrant qu'elle peut être un moteur de transition. Septante citoyens ont investi une partie de leur épargne dans le fonds, en souhaitant que ce dernier convainque davantage de particuliers, dans les prochains mois. Le co-fondateur se questionne, d'ailleurs, sur la légitimité du fonds et espère que les citoyens pourront s'emparer de cet outil mis à leur disposition. Le nombre de projets financés et le montant de l'intervention financière, jusqu'à présent limités, dépendront de cet engouement citoyen.

5.1.2 Fonds 2

Le deuxième fonds rencontré est un nouvel acteur dans le paysage d'investissement en *private equity* en Belgique. Son objectif vise à soutenir l'innovation sociale en accompagnant le développement de nouvelles entreprises et initiatives qui contribuent à une évolution positive de la société. Il s'inscrit d'ailleurs dans une logique d'*impact first*¹³. L'intervenant nous explique, tout de même, que la définition de ce type d'investissement n'est pas claire. Pourtant avec des stratégies d'investissement différentes, de nombreux acteurs d'*impact investing* s'identifient dans une telle pratique. L'intervenant précise donc que le fonds a pour objectif premier de protéger la mission sociétale des projets soutenus. Ceux-ci ont parfois tendance à s'en éloigner, lorsque des investisseurs classiques s'y intéressent, notamment parce qu'ils ont des exigences considérables sur la rentabilité. Son positionnement se situe entre celui des acteurs de la philanthropie pure et celui d'autres fonds *impact first* qui demandent une

¹³ Le lecteur a accès à plus d'informations sur l'*impact first*, en annexe VII.

rentabilité assez élevée. Par ailleurs, l'accompagnement stratégique des projets dans l'accomplissement de leur mission sociale et leur viabilité financière est un élément mis en avant, par ce fonds d'investissement qui souhaite une présence active au sein du conseil d'administration. Ce fonds, lancé par un acteur belge présent, de longue date, dans le financement en prêt et l'accompagnement d'entreprises sociales en Belgique, s'appuie sur un réseau d'expertises déjà construit.

A l'heure actuelle, le fonds 2 est en pleine levée de fonds, auprès d'investisseurs et n'a encore investi dans aucun projet. L'intervenant nous explique qu'à priori, les coopératives pourraient faire partie des entreprises que le fonds financera à l'avenir, tant que leur viabilité financière est démontrée et qu'il y a une possibilité de sortie à long terme. Ce fonds, à la différence du premier, se tourne vers des investisseurs professionnels tels que des gestionnaires de patrimoine, des *family offices*, des institutionnels, ... Il cherche donc des acteurs qui détiennent des patrimoines importants et qui sont prêts à investir une partie dans des projets. Projets qui ont du sens et pour lesquels ils n'attendent pas de rentabilité, contrairement au reste de leur portefeuille qui permet de générer des plus-values importantes. En ciblant ce type d'investisseurs, ce fonds a le souhait de pouvoir investir dans des projets avec des tickets d'investissement, d'une valeur de 50 000 à 400 000 €, sur une durée de 6 à 10 ans.

5.1.3 Fonds 3

Le troisième fonds rencontré s'inscrit, également, dans une approche d'investissement *impact first*, et investit dans des entreprises issues du marché de l'agro-alimentaire ; celles-ci ont un impact sociétal positif. Les fondateurs sont convaincus que ces entreprises, en intégrant les défis environnementaux, sociaux et de gouvernance dans leur mission sont plus durables que les autres. Ils considèrent que cette stratégie est une « *force de différenciation vis-à-vis de la concurrence* ». L'objectif de ce fonds d'investissement en *private equity* est donc, de réconcilier l'urgence du court terme avec les objectifs du long terme, à travers la création d'entreprises « *porteuses de sens* ». Parmi ces entreprises, le CEO, nous précise que les coopératives en font partie, et la volonté du fonds à investir dans ce modèle d'entreprise est double. D'une part, « *c'est un modèle qui a du sens et qui permet d'intégrer les différentes parties prenantes du projet* ». D'autre part, la variabilité du capital, en tant que fonds d'investissement, est une facilité qui permet de rentrer et sortir du capital des coopératives dans lesquelles ils investissent. Par contre, l'intervenant nous explique qu'en termes d'image, investir dans le modèle coopératif pour un fonds d'investissement en *private equity* peut avoir un revers de la médaille ; le fait d'avoir du « *grand capital* », dans ce type de structure, n'est pas toujours perçu de la manière

la plus éthique possible. Par ailleurs, de par son approche entrepreneuriale, le fonds 3 veut soutenir les projets dans leur développement, en occupant une place au sein du conseil d'administration.

Au niveau de sa structure, ce fonds d'investissement regroupe des familles fortunées qui désirent investir une partie de leur patrimoine, dans des entreprises durables, tout en renonçant à un rendement similaire à celui du marché de la finance traditionnelle. En moyenne, les tickets d'investissement sont de minimum 300 000 € sur une durée de 5 à 10 ans.

5.1.4 Fonds 4

Le dernier fonds que nous avons rencontré est également un fonds positionné sur l'*impact first*, en sélectionnant des projets dont la mission sociale est intrinsèque aux activités de l'entreprise. Ce fonds a été créé à l'initiative de quelques familles, fondations belges et hollandaises qui ont réuni un capital de 7 millions d'euros, avec pour seule mission de soutenir des entrepreneurs sociaux. Afin d'être éligibles au financement, leurs projets d'entreprises doivent avoir pour vocation de créer un impact sociétal, tout en ayant un business model qui soit pérenne sur le long terme ainsi qu'une volonté de développement à l'échelle européenne. La posture du fonds est donc de financer des nouveaux projets, afin d'être en mesure de lever des capitaux plus importants par la suite. Sa participation financière s'élève de 600/700 000 € jusqu'à 1,5 million par entreprise, tout en restant minoritaire, pendant une durée de 6 à 8 ans.

Outre l'aspect financier, le fonds veut être très actif dans le développement des projets, notamment, via une place au conseil d'administration et un soutien similaire à du « coaching ». L'intervenant ajoute d'ailleurs que l'appui non-financier caractérise leur approche comme unique, et est une particularité fondamentale de la *venture philanthropy* et de l'*impact investing*. L'investissement que le fonds consacre en temps, dans les projets, est considérable. Ce fonds n'a encore jamais investi dans le modèle coopératif. Nous nous intéresserons, dans la suite de ce travail, aux raisons pour lesquelles les coopératives ne font pas partie des cibles de ce fonds.

Afin de permettre au lecteur de comprendre les stratégies d'investissement de chacun de ces différents fonds d'investissement en *private equity*, nous avons créé deux tableaux (cf. annexe XIV), qui reprennent les éléments qui nous semblent important d'aborder, dans l'analyse de leur positionnement. Nous avons également ajouté leurs méthodes liées aux droits de propriété identifiés par Brown (2006) dans notre revue de littérature. Nous confronterons ceux-ci à ceux des coopératives, dans la seconde partie de ce chapitre.

5.2 Comparaison de l'approche des fonds d'investissement à celle des coopératives

Dans cette partie, nous nous intéressons particulièrement aux droits de propriété. Nous allons confronter les différents points de vue des investisseurs à ceux des coopératives, de manière à identifier les opportunités et obstacles d'une telle collaboration.

Avant de comparer les différents points de vue, il nous semble, tout d'abord, primordial de spécifier les caractéristiques des statuts belges, propres aux coopératives et liées aux droits de propriété. Ces spécificités statutaires nous aideront à comprendre, par la suite, l'attrait ou l'éloignement d'investisseurs en *private equity* vers ce type de structure en Belgique.

Comme mentionné dans notre revue de littérature, de nombreuses coopératives ont choisi le statut coopératif pour sa flexibilité. Une variété de pratiques est donc observée au sein de cette forme d'entreprise. Nous avons donc décidé de reprendre, d'une part, les droits de propriété des coopératives qui n'ont pas choisi l'agrément et, d'autre part, ceux des coopératives agréées ou à finalité sociale de manière à les comparer avec les pratiques coopératives internationales prônées par l'ACI.

Nous tenons à souligner que ces spécificités statutaires ne sont pas celles reprises dans la réforme du Code des Sociétés, publiée en 2019. Ce choix est justifié par la nouveauté de cette réforme, encore peu connue par les acteurs que nous avons rencontrés sur le terrain. Par ailleurs, il nous semblait important de réaliser une comparaison avec les pratiques internationales (de l'ACI) pour comprendre, par la suite, les éléments que nous avons été chercher à l'étranger. Enfin, nous n'avons pas repris le droit de transfert parce que, selon notre analyse, il ne correspond pas réellement une des principes du modèle coopératif. Nous nous y intéressons néanmoins lors de nos interviews afin de voir si ce dernier pourrait engendrer certaines tensions potentielles entre les deux acteurs, ciblés dans ce travail.

Figure 4 : Spécificités statutaires des « fausses » coopératives

Droits de propriété	Principes coopératifs internationaux (ACI)	Spécificités statutaires belges (sans agrément)
Droit de vote	Un homme-une voix	Sauf disposition contraire, chaque action donne droit à une voix.
Droit au revenu	Dividende limité	Aucune spécificité statutaire ne prévoit la mise en place d'un dividende limité
Droit à la plus-value	Pas de plus-value possible	Aucune spécificité statutaire ne prévoit la limitation de la plus-value

Droits de liquidation	Réserve impartageable	Aucune spécificité statutaire ne prévoit la mise en place d'une réserve impartageable
-----------------------	-----------------------	---

Source : Code des Sociétés du 7 mai 1999, publié le 6 aout 1999.

Comme le tableau ci-dessus nous l'indique, les coopératives belges (non agréées) ont la liberté de moduler leurs statuts comme elles le souhaitent, sans pour autant reprendre les éléments essentiels qui caractérisent théoriquement le modèle coopératif. Notre recherche sur le terrain nous permettra de comprendre en quoi cette disposition a une incidence sur la collaboration entre les coopératives belges et les fonds d'investissement en *private equity*.

Les coopératives agréées CNC ou à finalité sociale ont néanmoins la possibilité de mettre, en partie, en exergue les principes internationaux :

Figure 5 : Spécificités statutaires des « vraies coopératives »

Droits de propriété	Principes coopératifs internationaux (ACI)	Spécificités statutaires belges (avec agrément)
Droits de liquidation	Réserve impartageable	Aucune spécificité statutaire ne prévoit la mise en place d'une réserve impartageable
Droit au revenu	Dividende limité	Pourcentage limité à 6 % pour les coopératives à FS et agréées CNC
Droit à la plus-value	Pas de plus-value possible	FS : pas de plus-value possible CNC : pas de limitation dans la plus-value
Droit de vote	un homme-une voix	FS : un homme – une voix CNC : 10 % de représentation maximum

Source : Code des Sociétés du 7 mai 1999, publié le 6 aout 1999.

Intéressons-nous, dès à présent, à chaque droit de propriété en confrontant les points de vue de chaque acteur. Pour chaque thématique, nous regroupons les principaux positionnements et nous encourageons le lecteur à se rendre page 55, pour consulter le tableau récapitulatif dans lequel la stratégie de chacun est spécifiée. Cet exercice nous permettra, par la suite, de distinguer les différents scénarii possibles et d'en tirer des conclusions.

5.2.1 Droit de vote

Droit de vote : droit de contrôler les affaires de l'entreprise selon les principes de vote convenus
--

5.2.1.1 Points de vue des investisseurs

Pour l'*investment associate* du fonds 4, **il n'est pas légitime** qu'un actionnaire qui a investi des sommes importantes dans le projet, puisse avoir la même voix qu'un coopérateur qui a mis 5 ou 20 euros. Cet intervenant se pose d'ailleurs la question : « *comment avoir cette légitimité en tant que fonds qui investit plus et, donc, qui aimerait avoir un mot à dire, au cas où ça va mal ?* ». Il nous explique, également, que cette position sur le droit de vote est d'autant plus renforcée par la volonté du fonds d'investir du temps dans le projet et, d'adopter une démarche proactive tout au long de l'investissement, notamment via sa participation en tant qu'administrateur.

Un autre investisseur confirme ce positionnement et ajoute que le principe une action – une voix dans l'investissement en *private equity* **permet d'influencer la valeur de l'entreprise** : « *si vous avez la capacité à être majoritaire et à influencer dessus, vous avez forcément plus de valeur* ». Or, dans une coopérative où le pouvoir n'est pas proportionnel au capital investi, la gouvernance participative peut avoir des aspects négatifs : « *ne serait-ce que par le temps que le porteur de projet doit passer à l'organiser* ». Par ailleurs, « *il y a le risque dramatique d'avoir un très bon dirigeant (...) mais comme il n'a aucun pouvoir, s'il a envie de partir (...) vous vous retrouvez, comme investisseur, seul dans la coopérative. C'est d'ailleurs un cauchemar : c'était parce qu'il y avait un bon manager, que ça marchait* ». Historiquement, les deux investissements que ce fonds a réalisés dans des coopératives se sont mal déroulés, essentiellement pour des problèmes de gouvernance « *trop complexe et pas adaptée* » aux objectifs poursuivis par le fonds d'investissement.

Un investisseur nous spécifie, tout de même, que dans les statuts coopératifs belges, sans agréments, « *ce n'est pas nécessairement un homme - une voix, c'est une action - une voix* ». La limitation du droit de vote **n'est donc pas une réelle contrainte** dans le milieu coopératif belge, sauf lorsque les coopératives ne veulent pas y déroger. Dans le cas du fonds 3, par exemple, pour une des coopératives financées, le fonds a accepté que sa représentativité soit limitée, tant qu'il puisse être représenté au conseil d'administration.

Le co-fondateur du premier fonds d'investissement rencontré, quant à lui, pense que « *c'est fondamental de respecter ce qui a été mis dans le statut des entreprises. Je ne vais pas aller*

casser ce que l'entreprise a mis en route, simplement pour protéger nos intérêts à nous, ça ne va ne pas aller. »

Enfin, le *business analyst* du fonds 2 nous fait également part de la volonté de ce dernier d'être dans le CA des entreprises financées, pour pouvoir suivre le projet et la stratégie mise en place. L'intervenant nous spécifie tout de même qu'il ne s'agit pas d'un pouvoir de contrôle en tant que tel mais plutôt d'une manière de s'assurer que la mission de départ soit bien respectée : *« notre but n'est pas d'exiger quoi que ce soit, d'exiger une rentabilité impossible à atteindre mais plutôt d'être là, en tant que garant de la mission » et de pouvoir réagir lorsqu'un problème fait surface.*

5.2.1.2 Points de vue des coopératives

Selon un entrepreneur coopératif, il y a une certaine contradiction dans la façon dont les fonds d'investissement peuvent fonctionner dans des schémas classiques et dans le modèle coopératif, puisque la **gouvernance est démocratique**. Si la prise de risque d'un actionnaire est tellement grande par rapport à un autre, il est, selon l'intervenant, difficile d'appliquer le principe un homme - une voix. C'est la raison pour laquelle, cet intervenant a toujours essayé dans ses projets d'arriver à un équilibre et de diluer ses parts, au fur et à mesure que la coopérative se développait. Selon lui, pour qu'une coopérative puisse fonctionner de manière démocratique, il faut un certain équilibre dans la manière dont le capital est réparti. Dans une des coopératives qu'il a créées, par exemple, les membres ont défini certaines règles concernant la répartition du capital et n'acceptent pas des actionnaires qui veulent détenir plus de 10 % de celui-ci, sans avoir un débat.

Cet équilibre dans le capital n'est cependant pas le cas pour toutes les coopératives. Le cofondateur de la coopérative 3 nous explique : *« pour être concret, notre capital est composé de 15 millions d'euros. Aujourd'hui, 10 millions sont détenus par un groupe de trois entreprises qui détiennent 3 voix sur environ 62 000 »*. Dans sa recherche de capitaux, la coopérative s'est tournée vers d'autres acteurs de financement : *« ce n'est pas un hasard que le seul institutionnel pour l'instant au capital est un groupe mutualiste français qui correspond, en réalité, à une coopérative. C'est le même fonctionnement, ce sont des gens qui ont une gouvernance similaire, qui comprennent que ce modèle répond à un certain nombre de valeurs démocratiques »*.

Une autre coopérative nous explique que certains investisseurs privés, en prenant des parts dans l'entreprise, avaient l'intention d'**« acheter leur place au conseil d'administration »**. *« C'est vrai que dans certaines coopératives, cette pratique est possible »* mais, selon les fondateurs,

elle va à l'encontre du modèle coopératif. L'élection des administrateurs est d'ailleurs prévue à l'AG et « *doit être le fruit d'une décision démocratique* ».

Selon un ancien fondateur d'une coopérative, la possibilité d'avoir une action – une voix dans les statuts coopératifs belges **condamne la gestion démocratique** : « *mettre 500 000 € sur la table revient au même de dire « c'est moi qui décide », toute l'assemblée générale peut se taire* ». Il ajoute qu'au final, la coopérative dans laquelle il était impliqué, est une sorte de SA déguisée puisque « *en Belgique, les statuts ne sont pas assez cadencés* » pour dire que ce soit une « vraie » coopérative. Les coopérateurs, à part avoir investi un peu d'argent, « *n'ont pas leur mot à dire sur la destinée de leur entreprise* ».

Au contraire, le co-fondateur d'un autre projet, dans lequel un fonds d'investissement a investi, **remet en question le principe de droit de vote limité**. Il se rend compte que ce serait « *injuste* » si la coopérative arrive dans une situation, où l'investisseur, qui est fort investi, est bloqué par les coopérateurs qui le sont beaucoup moins.

Conclusion intermédiaire : Selon les modalités de gouvernance d'une coopérative qui respecte les principes de l'ACI, le pouvoir vital n'est pas proportionnel à la détention du capital. Cette caractéristique, propre au modèle coopératif, refroidit de nombreux investisseurs en *private equity* à s'impliquer dans cette forme d'entreprise, et pourrait être une source de tension entre les deux acteurs. Néanmoins, dans le discours des différents intervenants, qu'ils soient des investisseurs ou des coopérateurs, nous remarquons une diversité de pratiques et de positionnements. Certains investisseurs trouvent légitime de pouvoir influencer les décisions, au vu du risque financier qu'ils prennent et du temps qu'ils investissent dans les projets. D'autres, au contraire, veulent soutenir le modèle coopératif et acceptent qu'il fonctionne de manière démocratique. Du côté des coopératives, nous remarquons, d'une part, une volonté de ne pas déroger au principe et, d'autre part, une remise en question du statut coopératif. Pour avoir une idée plus claire du positionnement de chaque acteur interrogé et des collaborations possibles, nous invitons le lecteur à se rendre page 55.

5.2.2 Droit de revenu

Droit de revenu : droit de recevoir un dividende ou un paiement d'intérêt

5.2.2.1 Points de vue des investisseurs

Un obstacle identifié par la majorité des acteurs de financement concerne la **limitation du rendement à 6%**, lorsque l'entreprise est à finalité sociale ou agréée CNC. Néanmoins, il nous semble important de souligner que le rendement ne concerne pas seulement le droit de revenu,

mais également le droit à la plus-value qui fera l'objet du prochain point. Même si les deux formes de rendement se confondent souvent dans le discours des investisseurs, nous avons tenté d'identifier celle recherchée par les différents acteurs de financement.

En réalité, les objectifs de rendement des fonds d'investissement en *private equity* **n'impliquent pas toujours le paiement de dividende**. Ces acteurs de financement ont tendance à dire :

- « *la distribution de dividendes enlève des moyens financiers qui pourraient être réinvestis dans l'entreprise* » (Fonds 3) ;
- « *parfois la mission est mise de côté parce que des business angels demandent énormément de rentabilité, nous on veut que les bénéfices soient réaffectés au développement de la mission* » (Fond 2) ;
- « *pendant toute la durée de l'investissement, nous ne touchons pas un cent* » (Fonds 4) ;
- « *nous, on n'attend pas des rendements mais si on a du 6 %, on est super heureux* » (Fonds 1).

Néanmoins, un des acteurs de financement **remet en cause la manière dont les coopératives affectent leurs bénéfices** pour un investisseur. Il souligne que de nombreuses coopératives distribuent leurs bénéfices aux bénéficiaires des services : « *Quand vous êtes un financier là-dedans, vous pétez les plombs parce que vous n'êtes pas du tout intéressé par le fait d'avoir des marchandises moins chères. Votre argent ne sert pas à créer de la valeur mais réduire les coûts d'achat des coopérateurs et donc on n'est pas du tout alignés en intérêts* ».

5.2.2.1 Points de vue des coopératives

Dans la première coopérative rencontrée, les coopérateurs sont au courant qu'il n'y aura pas de distribution de dividendes. Dans leur recherche de financement, sachant qu'il s'agissait d'un soutien financier, les fondateurs se sont tournés vers des acteurs qui adoptent, plutôt, une posture de mécène : « *ils récupéreront leur bien un jour, mais c'est du mécénat* ». En réalité, la vision du rendement, dans ce supermarché coopératif, sous-entend une autre manière de fonctionner : le rendement est distribué, **sous forme de ristourne**, aux coopérateurs clients, en fonction des achats qu'ils réalisent dans le magasin.

Dans un autre projet coopératif, il est convenu qu'une « *partie des bénéfices soit réinvestie dans des projets durables et éthiques qui vont être sélectionnés sur une charte de critères, par les coopérateurs. Ces derniers sont assez emballés par cette forme de distribution parce qu'ils* »

trouvent normal que les entreprises qui ont des bons bénéfices puissent reverser une partie, pour arriver à une certaine économie circulaire, en investissant local ».

Alors que dans certaines coopératives, tous les coopérateurs, qu'ils soient fondateurs, citoyens, ou investisseurs, ont accès aux mêmes droits ; d'autres attribuent des avantages en fonction de chaque catégorie. Le co-fondateur de la coopérative 5 remet en question la pratique d'utiliser **des catégories de parts différenciées** pour les investisseurs. Cet intervenant a été en contact avec un fonds d'investissement qui souhaitait une part différenciée pour obtenir un rendement, limité à 6 %, plus important que celui des coopérateurs ainsi qu'un droit de veto sur l'affectation des bénéfices. L'intervenant estime que ce principe est contraire à toute règle de base, et se situe très loin de la gestion participative d'une coopérative. Dans un autre projet, cette fois-ci éolien, un coopérateur mentionne qu'un dividende illimité est attribué aux investisseurs alors qu'il est limité pour les autres catégories de parts. L'intervenant nous explique que cette pratique est justifiée par le risque que les investisseurs ont pris en amont du projet. Il ajoute d'ailleurs que de nombreuses méthodes peuvent être utilisées, dans les statuts coopératifs, et qu'un fonds d'investissement ne vient jamais gratuitement : il faut arriver « *à se mettre en phase* » avec les investisseurs. La création de différentes catégories de parts permet de faire ce lien. Il nuance tout de même ses propos en spécifiant que la collaboration peut fonctionner dans la mesure où les coopérateurs sont sur la « *même longueur d'ondes* ». « *Si on est dans un scénario où une partie de l'actionariat est axée sur le pouvoir et la finance et l'autre la pure coopération, certaines frustrations risquent d'être amenées au sein d'une même organisation* ».

Conclusion intermédiaire : L'affectation du résultat au développement du projet, plutôt qu'à la rémunération du capital est une des pratiques très souvent utilisée dans le milieu coopératif. C'est d'ailleurs une des raisons pour laquelle, les statuts de ces entreprises prévoient une limitation des dividendes à 6 %. Par ailleurs, d'autres méthodes d'affectation du surplus sont observées : l'application d'une ristourne aux membres utilisateurs ou le soutien à d'autres projets d'économie sociale. Concernant les fonds d'investissement en *private equity* que nous avons rencontrés, à priori, ils n'exigent pas de dividendes, notamment, parce que l'affectation des bénéfices aux réserves facilite le développement du projet, et ainsi leur sortie à terme. Néanmoins, certains soulignent leur manque d'intérêt, à financer un modèle centré sur les intérêts de ses membres/usagers qui correspondent peu à ceux d'investisseurs externes. A travers le témoignage d'entrepreneurs, nous constatons, également, que certaines pratiques sont utilisées par des investisseurs, pour avoir accès à des dividendes plus importants. Une divergence dans la poursuite des objectifs des deux acteurs pourrait rapidement apparaître :

d'une part, la volonté des coopérateurs à préserver l'intérêt collectif du projet, « *leur argent étant mis au service des finalités du projets* » et d'autre part, la volonté des investisseurs à préserver leurs intérêts, « *le projet étant mis au service de la recherche de rentabilité* ».

5.2.3 Droit à la plus-value

Droit à la plus-value : droit à tout gain ou (perte) en capital sur la valeur du placement
--

5.2.3.1 Points de vue des investisseurs

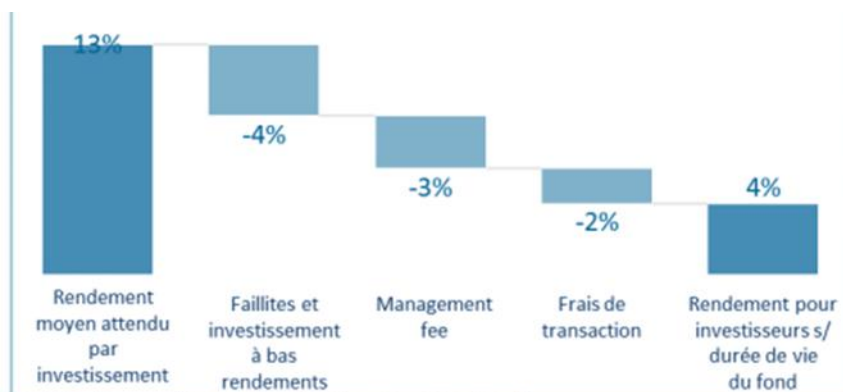
A travers les différents témoignages, nous avons identifié plusieurs pratiques et objectifs des investisseurs liés à la plus-value qu'ils attendent de leurs investissements :

Structure d'un fonds d'investissement en *private equity*

Une réflexion, soulevée à plusieurs reprises, concerne **la viabilité financière d'un fonds d'investissement privé**, s'il s'intéresse à des entreprises dont les rendements sont limités. Le fonds 4 explique que « *d'un point de vue économique, si on prend une coopérative stricte, le cap sur le rendement autorisé, a pour effet nocif qu'il ne prend pas en considération que l'investisseur qui place de l'argent dans ces entreprises a des attentes de rendement qui vont du coup de -100 à + 6% : on peut tout perdre mais par contre, si ça réussit, on ne peut toucher que 6 %.* Cette méthode ne valorise pas du tout la prise de risque ». Un autre intervenant ajoute d'ailleurs que le fait de limiter le rendement empêche, en réalité, l'investisseur de pouvoir couvrir les pertes des projets qui échouent. « *Par rapport à l'approche normale d'un fonds d'investissement qui est d'acheter des titres non cotés pour les revendre plus chers et faire une plus-value, il n'y a pas de possibilité* ». En effet, sur le marché financier classique, une sortie florissante permet, très souvent, d'arriver à l'équilibre ou d'avoir un rendement final positif.

Par ailleurs, une fois que les investisseurs se rassemblent au sein d'un fonds d'investissement, des **coûts supplémentaires liés à la gestion du fonds** réduisent le rendement final obtenu. Un des acteurs rencontrés nous a, d'ailleurs, fait part d'un schéma qui représente la structure financière d'un fonds d'*impact first*, tel que sont configurés les fonds 3 et 4. Même si les investisseurs revoient à la baisse leur retour sur investissement à 4 %, le rendement moyen attendu par investissement s'élève entre 10 et 15 %.

Figure 6 : Rendements des fonds d'investissement impact first



Source : reproduit de « Impact Investing, Etat des lieux et partage d'expérience, » C.B (2019), (diapositive 11)

Le CEO du fonds 3 identifie d'ailleurs trois **obstacles liés à une telle structure**. Premièrement, réussir à convaincre des investisseurs dans des projets, qui ont du sens, mais qui sont plus risqués et pour lesquels ils ont un rendement moindre (+/- 4 %), n'est pas toujours simple. Ensuite, le fonds rencontre des difficultés à trouver de bons projets rentables et pérennes, sur le marché qui répondent à leurs attentes de rendement (10-15%). Enfin, gérer un fonds avec 3 % de frais de fonctionnement (*management fee*), tout en voulant s'investir proactivement dans chaque projet, peut très vite dépasser l'enveloppe budgétaire que le fonds s'était fixée au départ. Un quatrième obstacle, énoncé par le fonds 4, concerne le pourcentage de faillite des entreprises qui aura un impact direct sur le rendement moyen du portefeuille : « *en pratique, on sait que la probabilité que l'entreprise se crashe est relativement élevée ; il y a une chance sur 3 que ça marche bien. Typiquement, au niveau de l'entreprise même, on attend un IRR¹⁴ de 10-15 % sur l'investissement, sachant qu'un projet va peut-être rapporter 0, par contre, un autre 25 % et le troisième va compenser : on arrivera finalement à notre IRR de portefeuille* ».

Les fonds 1 et 2, de leur côté, ont essayé **de trouver des solutions quant à la structure** de leur fonds, afin de diminuer le rendement moyen attendu par investissement, notamment, en essayant de réduire les coûts de fonctionnement. Le premier fonds bénéficie d'un subside pour couvrir ses frais, mais devra trouver, à terme, un autre moyen pour pouvoir se rémunérer. Le co-fondateur souligne la possibilité d'être rémunéré en fonction de l'accompagnement, et des outils qu'ils peuvent apporter aux projets financés. Une collaboration avec les pouvoirs publics pour lesquels ils étudieraient les dossiers de financement potentiels, pourrait également être une source de rémunération. Le second fonds, quant à lui, est associé à une autre structure qui permet d'alléger les frais de fonctionnement du fonds. Par ailleurs, selon tous les fonds

¹⁴ IRR est le taux de rentabilité interne, c'est-à-dire la rentabilité du capital investi (en pourcentage)

rencontrés, l'accompagnement des projets est un facteur qui permet de diminuer, en partie, le risque lié aux faillites de ceux-ci.

Type de valorisation

Au niveau de la forme de valorisation utilisée par ces fonds, deux tendances sont observées. Tout d'abord, l'activité d'investissement des fonds 3 et 4 fonctionne sur des **méthodes de valorisation basées sur les rendements futurs (et potentiels)** de l'entreprise, telles qu'elles sont utilisées dans le *private equity* classique. Ces acteurs de financement spécifient tout de même qu'ils ne savent jamais prédire la valeur de la sortie. C'est le risque qu'ils prennent pendant toute la durée d'investissement (5-10 ans).

Les deux premiers fonds sont, quant à eux, moins catégoriques sur la façon dont ils veulent sortir de leur investissement, et à quelle valeur. Le fonds 2, n'ayant encore réalisé aucun investissement, est en pleine réflexion sur le type de valorisation vers lequel il s'orienterait : *« ce sera en fonction du projet. Il faut un équilibre dans le portefeuille, en fait, si on investit dans un projet de coopérative où on sait, de base, qu'on aura une plus-value mais limitée si c'est compensé par d'autres projets ... le tout, c'est d'avoir un équilibre dans notre portefeuille. A priori, on ne l'exclut pas »*.

Afin de pouvoir sortir de leurs investissements, les différents fonds soulignent **l'importance de la croissance de l'entreprise**. Une des particularités des fonds d'investissement d'*impact investing* concerne l'apport de capitaux importants dans l'entrepreneuriat social, afin de maximiser l'impact, et par la même occasion, la croissance de l'entreprise sans laquelle la plus-value ne serait pas possible.

Croissance

L'*investment associate* du fonds 4 réagit sur cette thématique. Il estime que, dans le modèle coopératif, ce qui est sain, c'est la manière dont les décisions sont prises, orientées sur le long terme. La croissance *« ne se fait pas de manière exponentielle, le surplus est plutôt réinjecté dans le développement, plus organique et plus lent, ce qui renforce la résilience du modèle en créant des structures qui sont plus robustes et intelligentes »*. L'intervenant, dans sa posture d'investisseur, **se questionne donc sur la rapidité** à laquelle une coopérative pourrait s'adapter aux changements du marché et de la concurrence. Il est impliqué dans une coopérative et se rend compte que c'est compliqué *« d'aligner les idées des gens, de partir sur la même direction, ... »*. C'est un travail de politique très épuisant qui finalement n'a rien à voir avec le développement de projets à impact. **La faible vélocité du développement des coopératives**

est un frein important, dans la poursuite des objectifs d'un investisseur, relevant de l'*impact investing*. Par ailleurs, la dimension européenne que le fonds 4 attend des projets qu'ils financent, est un frein. Selon l'intervenant, une vraie coopérative doit être près de ses coopérateurs, car gérer une coopérative européenne, avec plus d'un million de coopérateurs de cultures différentes devient assez compliqué.

Le fonds 3, lui, a réalisé des investissements dans plusieurs coopératives et exige environ 10 % de **création de valeur** des projets soutenus. Le CEO du fonds précise qu'il ne s'agit pas d'une augmentation de 10 % du chiffre d'affaires : « *dans certains projets, ils doivent doubler le chiffre d'affaires pour atteindre une valeur qui nous intéresse* ». Il insiste sur l'importance de cette création de valeur parce que c'est la « seule façon » de valoriser leur capital. Néanmoins, aujourd'hui, l'intervenant se rend compte que c'est sur cette thématique que le fonds se trouve « **en porte à faux** » avec le **modèle coopératif** : « *si on nous propose une société coopérative d'où on ne sait pas sortir, parce qu'ils n'acceptent pas la notion de création de valeur, là, ça nous met mal parce qu'on bloque de l'argent qui ne nous rapporte rien et c'est handicapant* ». Les investisseurs du fonds s'intéressent donc « *aux coopératives dont ils sont sûrs d'avoir une croissance et donc de se faire racheter par après. Ceux qui veulent garder la main mise sur le projet ne viennent pas vers nous* ».

Un autre acteur de financement mentionne qu'il n'y aura jamais de possibilités de sortie, s'il n'y a pas **un certain potentiel de croissance** dans les projets. Néanmoins, ces investisseurs sont au courant que les projets coopératifs n'auront jamais une croissance exponentielle : « *c'est souvent une croissance plus organique dans le temps, et nous, on veut que la mission sociétale grandisse en même temps que le projet* ».

En ce qui concerne le premier fonds qui investit des plus petits montants, son co-fondateur **craint** que les projets financés **restent à petite échelle** parce qu'une fois que ces entreprises auront besoin de plus de capitaux, « *il va falloir trouver d'autres acteurs de financement qui sont prêts à les soutenir, au risque de devoir changer de structure* ».

5.2.3.2 Points de vue des coopératives

Positionnement sur le type de valorisation

Selon plusieurs intervenants, la méthode de valorisation, basée sur les rendements futurs (et potentiels) de l'entreprise, **pose des problèmes comptables techniques** dans une coopérative. En effet, la variabilité du capital d'une coopérative permet une augmentation ou diminution du capital, à tout moment. Or, un intervenant nous informe que, en cas d'un retrait de parts à une

valeur supérieure à celles des fonds propres, cette opération « *entame comptablement le capital, sans contrepartie bilantaire* ». Le co-fondateur d'une coopérative spécifie qu'on arrive alors à une situation dans laquelle tous les coopérateurs, s'ils désirent retirer leurs parts, ne pourraient pas les sortir à cette valeur. Par ailleurs, plusieurs acteurs du monde coopératif n'admettent pas qu'une valorisation, sur base spéculative, puisse être d'application, dans cette forme d'entreprise.

Contrairement à ce que révèlent certains fonds d'investissement, **le risque pris par l'investisseur peut être rémunéré dans une coopérative agréée CNC** qui ne limite pas la plus-value. Un intervenant remarque d'ailleurs qu'il arrive souvent que des coopératives, « *même agréées CNC* », se lancent avec le soutien d'investisseurs privés. Lorsque les affaires fonctionnent bien, ceux-ci demandent à sortir avec une plus-value. Or, « *d'un autre côté, l'entreprise doit réinvestir puisqu'elle est en croissance. Il y en a plusieurs qui sont complètement bloquées* ».

Une autre forme de valorisation est alors suggérée et recommandée par plusieurs entrepreneurs coopératifs qui rejoignent le positionnement d'un acteur public, actif dans le financement des coopératives : « *le remboursement de la part s'effectue, lorsqu'il est possible, sur la valeur des fonds propres, soit la valeur nominale de la part augmentée d'une prime d'émission* ». De cette façon, **le prix est déterminé sur base de la valeur réelle de l'entreprise**, calculée à hauteur des fonds propres. Selon un intervenant, cette forme de plus-value comptable permet de pouvoir réinvestir les bénéfices cumulés plus facilement : « *si aucune plus-value n'est possible, les actionnaires vont avoir tendance à réclamer des dividendes chaque année, ce qui n'est pas sain pour le développement du projet* ».

Au contraire, d'autres coopératives refusent d'accepter une quelconque plus-value financière : « *la volonté de notre coopérative était de mettre des garde-fous, notamment à travers les statuts, afin d'éviter de dériver de notre projet initial* ».

Croissance

Au niveau de la croissance des coopératives, de nombreuses voies sont prises pour répondre aux objectifs du projet. Certains projets sont plus dans l'optique « *small is beautiful* », ils n'ont pas besoin de grandir, et se contentent de satisfaire les besoins économiques, sociaux ou culturels de leurs membres. Le fondateur d'un projet nous explique qu'il est coopérateur dans une petite épicerie locale, et au final, dans le projet, certains sont « *allergiques à cette idée de croissance* ».

D'autres entrepreneurs coopératifs pensent qu'il est **dommage de s'autolimiter sur l'ambition du projet**, mais estiment qu'il faut être créatif pour pouvoir créer un projet collectif, de plus grande ampleur. Les pratiques d'essaimage, par exemple, sont développées par de nombreuses coopératives pour créer de la valeur, sans devoir croître de manière exponentielle, et faire appel à des investissements importants :

- « *on aurait très bien pu dire : on fait une sorte d'holding, nous ce n'est pas comme ça qu'on a voulu le faire, parce qu'il y a pleins de gens qui sont venus avec leurs propres dynamiques et, nous, on ne va pas aller chapoter ces gens-là* ».
- « *avec un bureau central, tu crées une espèce de machinerie qui est énorme et désagréable, tu perds toute l'énergie de la petite boîte* ».

Un ancien co-fondateur d'une coopérative nous explique qu'avec l'arrivée du fonds d'investissement, la création de plusieurs magasins s'est très vite réalisée. Or, l'intervenant part du constat que s'ils voulaient être une vraie coopérative, il fallait d'abord agir comme telle. Il insiste sur la mise en place d'éléments qui caractérisent le modèle, notamment une gouvernance participative, avant d'ouvrir plusieurs magasins que n'importe quelle chaîne peut copier. Une autre ajoute : « *tu as des modèles coopératifs où les fondateurs se disent : « moi je vais rester maître de mon truc et je vais grandir en créant des franchises et en restant maître* ». En fait, *c'est plus la logique capitaliste* ».

Conclusion intermédiaire : A travers la question de la plus-value, plusieurs tensions potentielles entre les objectifs des deux acteurs ciblés sont identifiées. Premièrement, les frais liés à la structure d'un fonds d'investissement empêchent de nombreux fonds de s'intéresser au modèle coopératif, notamment, parce que le rendement moyen qu'ils attendent de leurs investissements dépasse celui que peuvent leur offrir les coopératives. En imaginant des structures plus souples, certains acteurs arrivent, néanmoins, à pouvoir cibler des entreprises dont la priorité concerne le développement du projet et ses finalités.

Par ailleurs, nous remarquons une certaine réticence de la part des acteurs du monde coopératif à accepter les valorisations financières utilisées par certains fonds d'investissement, qu'ils qualifient de « *spéculatives* ». A travers ces témoignages, nous remarquons que les visions peuvent rapidement s'opposer : « *Les uns ayant une vision qui tend vers le court terme qui permettra une sortie aux conditions de l'investisseur, les autres qui visent plus le long terme avec comme objectif la pérennité du projet* ». C'est pourquoi, les intervenants coopératifs s'alignent plutôt, sur une méthode de valorisation qui reflète la valeur réelle de l'entreprise,

étant donné que, contrairement à ce que pensent certains investisseurs, la plus-value est possible dans les coopératives (sauf si elles sont à finalité sociale). D'autres refusent d'accepter une quelconque plus-value et le spécifient dans leurs statuts.

Par ailleurs, la croissance qui est la seule piste pour créer de la valeur et permettre aux investisseurs en *private equity* de sortir de leurs investissements, n'est pas le seul chemin emprunté par les coopératives. Les différents témoignages laissent penser que le modèle « startup », à savoir un modèle qui nécessite des capitaux importants pour pouvoir croître rapidement et occuper une place importante sur le marché, se retrouve peu, dans le modèle coopératif. En effet, un projet coopératif peut prendre plus de temps à se monter, de par sa démarche participative, et est souvent caractérisé comme un modèle plus résilient, notamment, grâce aux différents principes qui les caractérisent :

- mécanisme de réinvestissement des bénéficiaires dans le projet qui renforcent les fonds propres et constituent des réserves, permettant de passer un cap difficile ;
- pilotage stratégique du projet guidé par l'objectif de développement et de pérennité, et non à la rémunération du capital ;
- ancrage territorial qui préserve d'éventuelles délocalisations ;
- esprit de coopération et de solidarité, plutôt que de compétition.

Les principes selon lesquels le modèle coopératif est configuré présentent donc peu d'intérêt pour les investisseurs en *private equity*. Nous soulignons, tout de même, qu'encore une fois, de nombreux positionnements sont observés. Nous tenterons d'analyser les différentes collaborations possibles, dans la conclusion du tableau, page 55.

Gouvernance et rendement

Les contraintes liées à la gouvernance et au rendement financier représentent les deux obstacles majeurs qui ont été relevés, lors de nos rencontres. Du côté des investisseurs :

- « *il y a deux éléments qui sont des freins (...) : d'une part, la gouvernance (...) d'autre part, le point de vue économique, ...* »
- « *... pour participer un peu à la gouvernance, pas évident. On n'a pas accès à la plus-value parce que les parts valent toujours 100 euros ou 10 euros au final, et parfois, et ça arrive souvent, quand une coopérative est mal gérée, ça vaut 0. En fait, on a voulu adapter la lignée financière qui marche bien, et qui a fait ses preuves dans le private equity dans les*

entreprises, on a voulu le calquer sur le modèle coopératif qui n'est pas le même esprit du tout ».

Du côté des porteurs de projet :

- « *si tu veux vraiment soutenir le modèle : 1. Un homme – une voix. 2. Un return soutenable pour le projet : du 12 % c'est dévalisé le projet, c'est partir avec la caisse, c'est honteux. »*
- « *les négociations s'arrêtaient majoritairement sur le rendement et la gouvernance imposés dans les statuts. »*
- « *si, on a eu des contacts avec des fonds d'investissement privés, mais on a très vite vu que la gouvernance coopérative était assez ... faire comprendre aux gens qu'on a le principe un homme – une voix, un dividende limité à 6 % et pas de plus-value à la sortie ... Alors pour des investisseurs, on est des martiens clairement.»*

Les contraintes liées aux trois premiers droits de propriété (droit de vote, droit de revenu et droit à la plus-value) sont donc déterminantes dans une éventuelle collaboration entre un fonds d'investissement en *private equity* et une coopérative.

5.2.4 Droit de transfert

Droit de transfert : droit d'échanger des investissements avec une autre partie ou droit de retirer des investissements de l'entreprise.

5.2.4.1 Points de vue des investisseurs

« *Comment est-ce qu'on va pouvoir sortir de ces projets coopératifs et à quel terme ?* » Voici une question à laquelle un fonds d'investissement essaie de répondre actuellement. Au vu des montants importants investis dans les projets, **les possibilités de sortie du fonds sont limitées.** En effet, une diminution du capital n'est pas envisageable car elle empêcherait les projets, toujours en développement, à perdurer. L'attrait de nouveaux coopérateurs demanderait un travail considérable en termes de gouvernance. Enfin, le rachat des parts par un investisseur privé n'est pas toujours facile, étant donné le peu d'acteurs qui sont positionnés sur le marché coopératif. Le fonds a d'ailleurs organisé diverses réunions avec un acteur public afin d'organiser un partenariat. Outre les dispositions statutaires qui ne correspondent pas aux critères du fonds public, ce dernier se positionne sur l'investissement en amont de projets, afin de prendre un risque que les privés ne prendraient pas toujours. Le directeur du fonds ajoute : « *On se bat pour que ce soit une coopérative, si on ne trouve pas des partenaires, même pas publics, c'est compliqué* ».

Selon le fonds 4, **les capacités d'exit de coopératives freinent l'investissement dans le modèle** : « *Je pense que les opportunités d'exit des coopératives sont quasi-inexistantes. On n'est pas dans un fonds qui a une durée de vie illimitée, on n'a pas 20/30 ans pour récupérer la mise de départ, ça doit se passer sur un horizon de 6/7/8 maximum* ».

Les deux premiers fonds, quant à eux, sont au début de leurs activités et n'imaginent pas encore leur sortie. Le premier fonds, jusqu'à présent, a investi des petits montants qui offrent plus de possibilités de transfert ou de rachat des parts par la coopérative. Le deuxième est en pleine réflexion sur des mécanismes de sorties, notamment « *des mécanismes plutôt hybrides, qui s'étaleraient dans le temps* ».

5.2.4.2 Points de vue des coopératives

Du côté des coopératives, le droit de transfert est intimement lié au droit de vote qu'elles octroient aux investisseurs. Si le droit de vote de la coopérative est limité, l'arrivée d'un nouvel investisseur aura peu d'influence sur l'avenir de la coopérative. Au contraire, si ce droit n'est pas limité, les possibilités de *mission drift* sont nombreuses, en fonction du type d'acteurs auxquels les parts seront revendues.

Conclusion intermédiaire : Le droit de transfert est une préoccupation actuelle de certains fonds d'investissement qui ont investi dans des coopératives. Un des fonds rencontrés est d'ailleurs en recherche de partenaires, pour sortir d'un projet coopératif, et reconnaît qu'il éprouve certaines difficultés. Du côté des coopératives, un intervenant actif dans leur accompagnement nous confirme qu'elles essaient très souvent de se protéger contre le transfert des parts dans leurs statuts. La mise en place d'un droit de vote limité permet par ailleurs de limiter les possibilités de *mission drift*, en cas de revente à un autre investisseur.

5.2.5 Droit de liquidation

Droit de liquidation : droit sur les actifs résiduels de l'entreprises après paiement de tous les autres créanciers.
--

Une des pratiques coopératives liées au droit de liquidation concerne **l'affectation d'une partie des bénéfices à une réserve impartageable**. Celle-ci est une des caractéristiques internationales du modèle coopératif qui lui permet de renforcer ses fonds propres, contribuer à autofinancer ses investissements et constituer un volume de trésorerie, dans le cas de périodes difficiles. Un intervenant nous explique que cette pratique est une des raisons pour lesquelles les coopératives sont considérées comme étant plus résilientes.

En réalité, ce sujet n'a été abordé qu'une fois, lors de nos interviews en Belgique parce que la mise en place d'une réserve impartageable n'est pas obligatoire dans les statuts belges.

En France et au Québec, par contre, la réserve impartageable est un des premiers éléments considérés comme un frein pour un investisseur extérieur : « *Le premier sujet c'est que ce qui différencie une entreprise d'une coopérative, c'est que dans une coopérative, les actionnaires n'ont pas accès aux réserves, elles restent propriété de la coopérative.* »

Conclusion intermédiaire : En Belgique, les droits de liquidation sont rarement identifiés comme un obstacle, dans la collaboration entre les fonds d'investissement en *private equity* et les coopératives puisqu'aucune réglementation statutaire ne l'oblige. Néanmoins, à l'étranger, l'affectation d'une partie du bénéfice à une réserve impartageable qui fait partie du patrimoine de l'entreprise, et non des actionnaires, diminue l'intérêt de ceux-ci à investir dans le modèle coopératif.

5.2.6 Conclusion

Le positionnement de différents intervenants sur les droits de propriété nous donne une idée des obstacles qui pourraient intervenir lors d'une telle collaboration. Selon un acteur central dans le financement des coopératives en Wallonie, il est « *fondamental aujourd'hui pour les projets coopératifs d'identifier et de choisir les investisseurs qui leur conviennent, au risque d'être très rapidement confrontés aux questions d'arbitrage entre l'impact social et la rentabilité, avec la menace importante de mission drift* ». Nous avons donc repris, dans un tableau page suivante, les différents positionnements quant aux droits de propriété des acteurs rencontrés, afin d'identifier les scénarii possibles et d'en tirer des conclusions.

TABLEAU DE COMPARAISON

		Coopérative 1	Coopérative 2	Coopérative 3	Coopérative 4	Coopérative 5	Coopérative 6	Coopérative 7	Coopérative 8	Coopérative 9
Droit de vote	Fonds 1	Un homme - Une voix	Un homme - Une voix	Un homme - Une voix	Un homme - Une voix	Un homme - Une voix	Un homme - Une voix	Une action - Une voix	Un homme - Une voix	Une action - Une voix
	Fonds 2									
	Fonds 3									
	Fonds 4									
Droit au revenu	Fonds 1	Limité à 6 %	Limité à 6 %	Limité à 6 %	Limité à 6 %	Limité à 6 %	Limité à 6 %	Non limité	Non limité	Non limité
	Fonds 2									
	Fonds 3									
	Fonds 4									
Droit à la plus-value	Fonds 1	Pas de plus-value	Pas de plus-value	Pas de plus-value	Plus-value limitée	Pas de plus-value	Plus-value limitée	Plus-value	Plus-value	Plus-value
	Fonds 2									
	Fonds 3									
	Fonds 4									
Droit de liquidation	Fonds 1	Pas de réserve imp.	Réserve impartageable	Pas de réserve imp.	Pas de réserve imp.	Pas de réserve imp.	Pas de réserve imp.	Pas de réserve imp.	Pas de réserve imp.	Pas de réserve imp.
	Fonds 2									
	Fonds 3									
	Fonds 4									
Droit de transfert	Fonds 1									
	Fonds 2									
	Fonds 3									
	Fonds 4									
Recherche de fonds privés		Non	Non	Non	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui	Oui
Compatibilité possible ?		NO MATCH	NO MATCH	NO MATCH	GAP	GAP	GAP	MATCH	MATCH	MATCH
Pourquoi?		Non-compatible sur la plus-value pour les fonds 2-3-4 -> tendance à déterminer la possibilité de collaboration même si les autres droits de propriété sont compatibles Compatibilité possible avec le fonds 1 mais d'autres critères pourraient rentrer en compte NO MATCH - Ni les coopératives, ni les fonds ne sont intéressés à collaborer			Non-compatible sur la plus-value et droit de vote pour les fonds 3 et 4 Compatibilité possible avec les fonds 1 et 2 - recherche d'alignement des intérêts Remarque: capitaux encore non-disponibles ou limités - GAP			Compatibilité grâce à l'ouverture des droits de propriété, possibilité de plus-value Remarque: Ce n'est pas parce qu'il y a une compatibilité, qu'il y a une collaboration! D'autres facteurs sont à prendre en compte! MATCH: Possibilité de collaboration		
Légende										
		Compatible								
		Non-compatible								
		Pas d'informations								
		Manque de solutions								

5.3 Conclusions de nos observations

Cette partie consiste à tirer des conclusions du tableau récapitulatif reprenant les résultats que nous avons récoltés lors de nos interviews. Ces données nous donnent une première idée des possibilités de collaboration entre les différentes coopératives et les fonds d'investissement en *private equity* que nous avons rencontrés. Nous tenons, tout de même, à souligner que les droits de propriété peuvent effectuer un premier tri mais ne déterminent pas, à eux seuls, la compatibilité d'investissement. C'est la raison pour laquelle nous avons fait intervenir d'autres éléments afin de tirer des conclusions, notamment les besoins en capitaux financiers et le souhait (ou non) de collaborer avec des investisseurs privés. Nous rappelons que ces choix ont été établis en fonction des réponses de nos intervenants, des expériences lors de notre stage et des informations récoltées dans la littérature. Voici les trois scénarii que nous avons identifiés :

5.3.1 No-match

Nous nous rendons compte que, dans certains cas de figure, **aucune rencontre entre les fonds d'investissement et les coopératives n'est possible**. D'une part, les fonds ne se positionnent pas sur ce segment, principalement en raison de la divergence des objectifs liés aux droits de propriété de ces coopératives :

- Principe un homme – une voix
- Rendement limité - Pas de plus-value possible – Sortie difficile

Les coopératives, quant à elles, ont d'autres possibilités pour se financer et ne comptent pas sur ces investisseurs privés dont les objectifs ne correspondent pas aux finalités de leur projet. Nous avons donc décidé d'aller plus loin dans notre raisonnement et ainsi de comprendre vers quels types d'acteurs de financement en capital, les coopératives se tournent.

D'après la majorité des acteurs rencontrés, **la participation citoyenne** représente une ressource financière non négligeable pour les coopératives. Un acteur, qui accompagne des coopératives dans leur recherche de financement, nous confirme qu'il n'est pas tellement difficile, pour ces entreprises, d'aller chercher du capital auprès des citoyens. Au contraire, il est parfois trop facile pour ce type de structure de trouver du financement, ce qui peut engendrer certains risques. En effet, ces coopératives, en trouvant rapidement du capital, pourraient avoir tendance à lancer leur projet sans s'être posé les bonnes questions quant à la viabilité de leur business plan ou la gouvernance du projet.

Du côté des citoyens, leur engouement à investir dans ce type d'entreprise s'explique par deux phénomènes relevés par plusieurs intervenants. Le premier concerne le *tax shelter*, incitant

fiscal, qui permet aux particuliers de bénéficier d'une réduction d'impôt de 30 à 45 % sur le montant investi dans les entreprises éligibles. Plusieurs coopératives soulignent, d'ailleurs, l'enthousiasme des citoyens face à ce dispositif public qui leur a permis d'atteindre rapidement les montants souhaités. Néanmoins, un porteur de projet nuance ses propos et se questionne sur la motivation des coopérateurs à investir dans sa coopérative : « *Ce qu'on trouve un peu dommage c'est que des coopérateurs sont arrivés avec 5000 € juste pour recevoir le tax shelter, et tu ne sais jamais s'ils adhèrent réellement au projet ou si c'est juste pour l'aspect financier* ». L'abattement fiscal de 45 % permet, en effet, aux citoyens d'avoir un rendement de 11/12 % par an, sur 4 ans. Le deuxième phénomène, intimement lié au premier, implique les **plates- formes de crowdfunding** qui ouvrent l'investissement au grand public. Un investisseur émet certains doutes quant au fonctionnement de ces plates-formes. L'intervenant explique que l'objectif de l'incitant fiscal, mis en avant par ces plates-formes, est une façon pour l'Etat de démocratiser l'investissement pour les particuliers et de cautionner une partie de celui-ci. Le danger réside dans la manière de fonctionner de ces plateformes qui sont rémunérées sur le nombre de citoyens ayant pris des participations dans les entreprises qu'elles ont sélectionnées et non sur le succès de celles-ci à moyen ou long terme. L'Etat, de son côté, offre le *tax shelter* peu importe la destinée de l'entreprise et risque de financer de nombreux projets qui n'existeront plus dans quelques années.

Une fois, après avoir fait appel à l'épargne citoyenne, les projets coopératifs qui respectent les critères d'éligibilité de la SOWECSOM, ont la possibilité, sous certaines réserves, de doubler leur capital à hauteur de 200 000 €, par le dispositif Brasero. Ce mécanisme public représente un **levier financier** considérable pour les coopératives éligibles, et a fortement été sollicité ces dernières années. Par ailleurs, d'autres **fonds d'investissement publics**, dédiés à l'économie sociale ou non, offrent également du financement à cette forme d'entreprise.

Qu'elles veuillent rester de petites tailles (coopérative 1) ou être reconnues à l'échelle nationale (coopérative 2,3), ces coopératives sont catégoriques quant à leur souhait **de ne pas déroger aux principes coopératifs** : Elles se tournent donc vers d'autres acteurs (citoyens, publics, institutionnels) qui acceptent les droits de propriété propres au modèle coopératif. Un intervenant nous confirme que l'objectif poursuivi par les investisseurs, en participant au capital de ces entreprises, ne relève pas toujours de l'investissement en tant que tel, bien qu'il puisse varier en fonction du projet et du secteur d'activités : accès à un bien/service, soutien aux finalités du projet, attente d'un retour financier grâce au *tax shelter* et aux dividendes (limités) promis aux investisseurs, ...

5.3.2 Match

A l'inverse, l'ouverture des droits de propriété aux méthodes traditionnelles d'investissement (une action – une voix, plus-value possible, ...) permet à d'autres coopératives (7,8,9) d'attirer la majorité des fonds d'investissement en *private equity*. Nous nous questionnons néanmoins sur les pratiques de ces coopératives qui s'éloignent des principes de l'ACI, et les raisons pour lesquelles elles ont choisi ce statut d'entreprise. En réalité, deux porteurs de projet rencontrés s'interrogent sur **l'adéquation du statut coopératif à leur modèle d'entreprise**. Leur choix partait, au départ, d'une démarche idéaliste. Aujourd'hui, ils remettent en question ce statut d'entreprise, notamment parce qu'ils n'ont aucun service à proposer à leurs membres, « *ce qui est normalement le cas dans toutes les coopératives, en tout cas les vraies coopératives* ». Un des fondateurs ajoute, qu'aujourd'hui, il y a eu un certain engouement qui se remarque dans la création de cette forme d'entreprise. Or, « *on se retrouve avec des modèles qui n'ont pas vraiment le fondement de fonctionnement d'une coopérative* ». Certains les qualifient d'ailleurs de « *SA déguisées* ».

La réforme du Code des Sociétés exige, désormais, la mise en avant des finalités coopératives dans les statuts. Ces coopératives risquent donc de devoir changer leurs statuts ou les adapter au modèle coopératif. Un porteur de projet nous confirme que prochainement de nombreuses « fausses » coopératives vont évoluer vers d'autres statuts juridiques. Du côté des fonds d'investissement, le fonds 3 nous affirme qu'à l'avenir, il se tournera très certainement vers des SRL puisque ces dernières auront les mêmes particularités statutaires que l'ancien modèle coopératif.

5.3.3 Gap

Alors que les deux premiers scénarii représentent des solutions de financement qui existent depuis un certain temps, sur le marché belge, une **absence de solutions de financement se fait** ressentir par certaines « vraies » coopératives qui nécessitent des capitaux importants. En effet, alors que le caractère « sexy » de certains projets collectifs leur permet d'être financés rapidement par les citoyens, ce n'est pas le cas pour toutes les coopératives. Un intervenant confirme qu'il est parfois compliqué de créer une communauté élargie autour des projets et d'attirer des investisseurs potentiels.

L'exemple de la coopérative 4 permet d'illustrer ce phénomène. En optant pour une coopérative à finalité sociale, les fondateurs avaient l'intention, d'une part, de protéger le développement du projet en open source et, d'autre part, d'impliquer les travailleurs et développeurs au sein de l'entreprise. La coopérative a néanmoins vite rencontré des difficultés à trouver les capitaux

nécessaires, auprès d'investisseurs privés. Le co-fondateur nous explique que les négociations s'arrêtaient majoritairement, sur le rendement et la gouvernance imposée dans les statuts. Par ailleurs, outre les contraintes statutaires, il ajoute que le modèle coopératif n'est pas toujours bien compris par ces investisseurs qui ont du mal à le prendre au sérieux. Après des mois de recherche de financement, les fondateurs se sont penchés sur la création d'une autre structure afin d'attirer davantage de capitaux, indispensables pour la viabilité financière de l'entreprise et son développement. Ils ont alors décidé de créer une SA, qui permet plus facilement l'attrait d'investisseurs et qui, adossée à une fondation, pourrait gérer le côté open source et attirer d'éventuels dons auprès de fondations actives sur le marché de la santé.

A travers les différents témoignages récoltés, deux visions bien distinctes se font ressentir : les coopératives qui arrivent à grandir par elles-mêmes, tout en gardant leur identité et celles qui, parfois à contrecœur, se tournent finalement vers un modèle plus classique, au risque de perdre leur mission de départ, parce **qu'il n'existe pas de solutions sur le marché**. Deux nouveaux acteurs (fonds 1 et 2) ont l'intention de combler le manque de possibilités de financement pour ces entreprises qui ont des projets prometteurs mais avec une rentabilité moindre. Cependant, jusqu'à présent, les montants octroyés par le premier fonds ne permettent pas de couvrir les besoins financiers de ces entreprises. Le deuxième fonds, quant à lui, n'a encore investi dans aucun projet. L'avenir nous dira si ces acteurs pourront jouer un rôle important dans cette niche de financement.

En attendant, il semble primordial de se pencher sur des **pistes de solutions pour pouvoir concilier les deux modèles**. Selon un entrepreneur coopératif, « *si on veut changer l'économie, on aura gagné le jour où de nombreux projets lambdas d'économie sociale et solidaire fonctionneront* ». Pour cela, il faut arriver à convaincre des gens de financer une économie alternative, « *sans devoir perdre tout leur argent* ». L'intervenant nous dit qu'il est vrai que de nombreuses coopératives s'inscrivent, dans un modèle alternatif au capitalisme, mais il est d'avis, que toute entreprise a besoin de capital. Son raisonnement est d'affirmer que ce modèle économique deviendra sain le jour où les investisseurs qui souhaitent le soutenir, « *pourront avoir un certain retour sur investissement* ». Néanmoins, il insiste sur le fait que les pratiques et réflexes de la finance traditionnelle ne sont pas, non plus, les bonnes méthodes à adopter dans le modèle coopératif.

Nous avons, lors de nos interviews, récolté quelques pistes de réconciliations suggérées par différents acteurs. Nous nous pencherons, ensuite, sur des solutions concrètes mises en place à l'étranger.

5.3.3.1 Pistes de réconciliations

Droit de revenu

En ce qui concerne la prise de risque, un acteur de financement se penche actuellement sur un moyen qui pourrait faire **correspondre les intérêts des investisseurs à ceux des porteurs de projet**. Il réfléchit à un système à travers lequel les investisseurs, en prenant un risque assez élevé au début du projet, puissent avoir un dividende plus élevé qui diminuerait au fur et à mesure que le risque est atténué, à hauteur de 6 %. Ce système permettrait d'aligner, en tout cas au début, les objectifs des deux parties. Ce fonctionnement demande, néanmoins, un changement de vision des idéalistes qui vont devoir rémunérer davantage les investisseurs, et une acceptation de ces derniers à recevoir 6 %, même si le projet est en pleine d'expansion.

Un entrepreneur coopératif nous présente également un nouveau projet dans lequel il a pensé **être rémunéré sur un pourcentage du chiffre d'affaires en contrepartie d'un accompagnement et d'un appui financier**. Il trouve ce système intéressant car on l'intègre dans le plan financier, sans devoir attendre et spéculer. Ce cas de figure ne pourrait, néanmoins, pas être d'application si un fonds d'investissement avait le même statut qu'un investisseur qui n'apportait rien d'autre que du capital. Mais permettre aux investisseurs d'avoir un rendement dès le début, sans devoir attendre des années pour avoir un rendement potentiel, est déjà un premier pas. L'intervenant est d'avis qu'il y a une formalisation dans la prise de risque qui pourrait, peut-être, fonctionner autrement. Une autre idée, qui permettrait de diminuer le risque pris par l'investisseur, serait d'appuyer le projet avec des sommes en « crescendo » et de refaire le point, chaque année, pour voir comment a évolué le projet. Ce serait « *une espèce de tirage à la réussite* » et pourrait être réaliste, dans les coopératives, puisque leur variabilité du capital le permet, et n'ont pas toujours besoin de la totalité du montant de l'investissement dès le début. Le positionnement de l'investisseur se voit un peu changer du fait qu'il accompagne le projet dans la réussite et est prêt à aider le projet tout au long du développement, en fonction de ses besoins financiers.

Droit de vote

En ce qui concerne la gouvernance, un acteur du monde coopératif affirme son positionnement sur le principe un homme - une voix mais explique qu'il y a toujours des possibilités d'établir différentes sortes de parts, dont une catégorie de parts « garants » qui sont en quelque sorte les « gardiens du temple ». Lorsqu'une décision est prise par l'ensemble des coopérateurs, elle doit être validée par la majorité des garants pour qu'elle puisse être appliquée. Par contre, ils n'ont pas le droit d'imposer une décision sans que la majorité des coopérateurs ne la valident. Cette

pratique pourrait être une solution lorsque des personnes ont un enjeu important par rapport à la prise de risque de départ. Ce « garde-fou » pourrait être utile, par exemple, dans le cas où des investisseurs institutionnels auraient financé un projet dont le capital est constitué de petits investissements. Si la coopérative est un jour en difficulté financière, et que la motivation des porteurs à continuer le projet n'y est plus, les citoyens et les fondateurs, n'ayant pas pris un risque financier important, pourraient avoir tendance à vouloir mettre l'entreprise en faillite. Le système de part garant pourrait permettre, dans une certaine mesure, aux investisseurs institutionnels d'avoir plus de latitude quant à la destinée du projet.

5.3.3.2 *Structure d'investissement*

Un acteur du monde coopératif nous explique que l'idéal pour ces coopératives serait d'aller trouver des investisseurs qui ont une assiette financière suffisamment importante, pour consacrer une partie de leur portefeuille à ce modèle d'entreprise. La tendance du *green/social washing*, encore peu développée en Belgique, permet de participer à ce mouvement. L'intervenant ajoute qu'un fonds citoyen pourrait très bien se positionner sur ce segment, en diversifiant le risque et le rendement des projets qu'il finance. Dans ce cas, la légitimité du fonds est importante pour que les investisseurs soient prêts à réduire leurs attentes, en termes de rendement. Le choix des projets et l'impact généré par le fonds sont des éléments essentiels pour que les investisseurs puissent confier leur argent et réduire leurs exigences.

Un entrepreneur coopératif ajoute qu'il faudrait avoir une réflexion éthique sur la manière dont le financement des coopératives fonctionne. Si des investisseurs privés perdent directement leur argent, en investissant dans ce type de structure, ils ne le feront plus. L'idée serait de mutualiser les risques en créant une espèce de SICAV, qui aurait pour objectif d'investir dans une dizaine d'entreprises coopératives, et au bout de 10 ans, d'avoir récupéré 2/3 % de rendement annuel. Selon l'intervenant, « *si on veut créer une économie durable, il faut réinventer la notion de capital mais il ne faut pas qu'on perde notre argent* ».

5.4 Recherches transnationales

Au vu des observations réalisées en Belgique, nous avons décidé d'entreprendre des recherches transnationales, afin de nourrir ce travail avec des pistes de solutions concrètes, déjà mises en place à l'étranger. Tout d'abord, nous avons interrogé les intervenants sur leur positionnement quant aux pratiques des fonds d'investissement en *private equity* dans le secteur coopératif. Nous tentons également de comprendre si le « gap de financement » identifié pour certaines coopératives en Belgique est un phénomène international. Enfin, nous nous intéressons à deux

dispositifs qui pourraient faire le lien entre le besoin de financement des coopératives et l'intérêt des investisseurs privés, à investir dans des projets durables.

5.4.1 Positionnement sur les pratiques de l'*impact investing* dans les coopératives

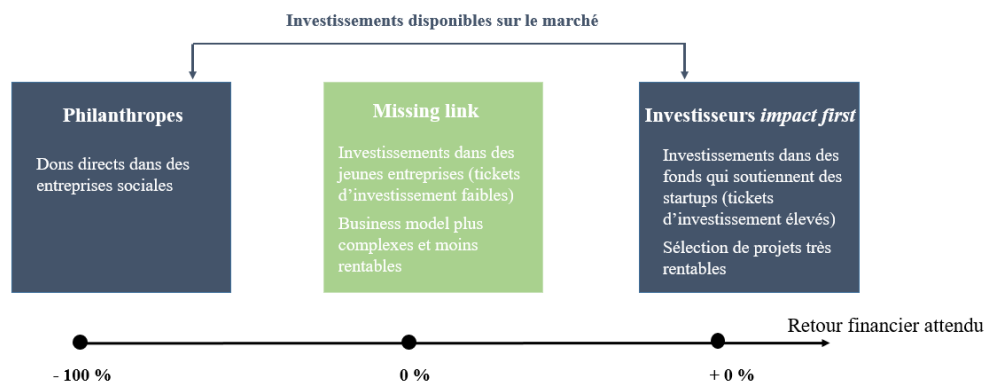
Selon un acteur central dans le financement des coopératives au Québec, les attentes des *impact investors* ne sont pas compatibles avec celles des coopératives, et peuvent réellement nuire à la mission du projet collectif. L'intervenant mentionne, d'ailleurs, que très peu d'acteurs de l'*impact investing* s'intéressent, réellement, au financement de ces structures au Québec, notamment parce que les droits de propriété propres aux coopératives sont définis dans les statuts. Il nous explique que l'écosystème commence à changer avec la création du nouveau fonds social, dans le but de favoriser la présence du secteur privé, sur le segment de l'économie sociale. Néanmoins, seules les coopératives financières et les grandes fondations canadiennes ont montré un réel intérêt pour le modèle. Sur ce segment, « *on est toujours dans une optique de rendement moindre. On dit finalement : un impact social contre une réduction de rémunération* », ce qui n'intéresse pas les acteurs de l'*impact investing* qui sont d'avis que la combinaison des deux variables est possible.

Par ailleurs, cet acteur de financement constate que « *plus le projet est social, plus il est risqué. Si le rendement suit cette courbe-là, les chances de succès sont presque nulles parce que la rémunération du capital devient tellement importante pour l'entreprise qu'elle ne sera pas en mesure d'être pérenne* ». Selon l'intervenant, le scénario ne peut pas être le même que dans le capital risque « pure », où l'objectif est d'avoir un rendement sur la plus-value, calculée en fonction des ventes futures. Néanmoins, il explique qu'il est possible d'avoir des modèles de coopératives plus hybrides, où une portion des ventes peut retourner aux investisseurs, afin de rémunérer le capital, mais « *c'est plus l'exception que la règle* ». Dans une coopérative, généralement « *la plus-value est difficile parce que l'objectif n'est pas de vendre à terme* ». D'ailleurs, la loi prévoit que la plus-value ne peut être reversée aux membres mais bien à d'autres structures de l'économie sociale. Selon le directeur de ce fonds d'investissement, l'obstacle majeur pour les coopératives d'accéder à du capital privé concerne « *le rendement élevé et un cautionnement des individus qui n'a pas de sens dans le modèle collectif* ». L'intervenant est d'avis que ces investisseurs ont leur place, dans le financement des coopératives, mais « *il faut pouvoir arriver à un modèle avec un retour financier qui se trouve entre de la philanthropie et celui attendu par les investisseurs privés classiques* ».

C'est également le constat d'un autre acteur actif sur le marché allemand qui nous fait part des résultats d'une étude qu'il a menée récemment. Tout d'abord, l'étude souligne le manque de

soutien financier apporté aux jeunes entreprises sociales qui veulent étendre leurs activités, contrairement, aux entreprises plus matures qui offrent des rendements attrayants. Cet écart s'explique principalement par l'effort important que nécessite la sélection des projets, le soutien non-financier et la mesure d'impact pour chaque investissement de petite taille. Ce coût de gestion élevé, combiné à un rendement souvent plus faible, freinent de nombreux fonds d'investissement à se positionner sur ce marché. A l'heure actuelle, les formes de financement disponibles sur le marché sont soit des investisseurs principalement attirés par des start-ups sociales matures et rentables, soit des philanthropes qui soutiennent des organisations à but non lucratif. Entre ces deux extrémités du spectre d'investissement, de nombreuses jeunes entreprises sociales ont des modèles d'entreprise qui ne répondent pas aux attentes des deux acteurs identifiés, et éprouvent des difficultés à accéder à un financement approprié.

Figure 7 : Investissements disponibles sur le marché



Source : sur base des informations récoltées lors de la comparaison transnationale

Historiquement, le fonds québécois que nous avons contacté était axé sur le prisme de la philanthropie. Son directeur justifie que les produits financiers que le fonds propose ne permettent pas de rentabiliser et de rémunérer les investissements, étant donné la petite taille des prêts de capitalisation, le manque de garanties et la gestion importante du fonds. Afin d'attirer des capitaux, auprès de grands acteurs du secteur privé et de fonds de travailleurs, un deuxième fonds¹⁵ s'est créé quelques années plus tard en tant qu'intermédiaire financier. La volonté de créer un fonds intermédiaire n'était pas anodine : les besoins de capitaux des entreprises sociales sont trop petits pour le type d'intervention de ces acteurs privés. Ceux-ci préfèrent investir par le biais d'un acteur responsable de la gestion du portefeuille. A la recherche de dispositifs qui permettraient de créer un lien entre les deux acteurs ciblés, nous nous intéressons particulièrement au fonctionnement d'un tel fonds.

¹⁵ Des informations quant à ces deux fonds d'investissement québécois se retrouvent en annexe XV.

5.4.2 Pistes de solutions

5.4.2.1 Fonds hybride

Comme mentionné précédemment, l'alternative au Québec que les acteurs de financement trouvent la plus porteuse, est la création de fonds intermédiaires, pour permettre aux investisseurs privés et aux citoyens d'investir dans un portefeuille, plutôt que dans des coopératives en direct. Les acteurs québécois considèrent qu'informer, constamment, les investisseurs requiert énormément d'énergie pour les coopératives qui n'ont d'ailleurs pas toujours les compétences nécessaires. Grâce à son expertise dans le domaine de l'investissement, le fonds intermédiaire permet, tout d'abord, de s'occuper de ces différentes démarches, de manière plus efficace. Par ailleurs, sa volonté est de respecter la philosophie des projets collectifs, et de limiter les interventions et la prise de contrôle des investisseurs privés pour diminuer le risque de *mission drift*. Enfin, une rémunération du capital adéquate aux rendements des coopératives permet au fonds d'avoir des taux de pertes relativement faibles, parce que les entreprises arrivent à respecter leurs engagements financiers. Nous nous penchons sur les différentes possibilités relevées par plusieurs intervenants qui permettraient, à ce genre de fonds, d'être moins gourmand en termes de rendement financier, et de se positionner sur le segment des coopératives.

Tout d'abord, un premier élément qui diminuerait le risque pris par les investisseurs privés, et par la même occasion leur exigence financière, est la mise en place d'une garantie publique. En reconnaissant les bénéfices collectifs qu'offrent les entreprises du portefeuille du fonds, l'acteur public pourrait garantir la sécurité d'une partie du montant des placements, de manière à couvrir les pertes éventuelles dues aux éventuels défauts de paiement des entreprises soutenues.

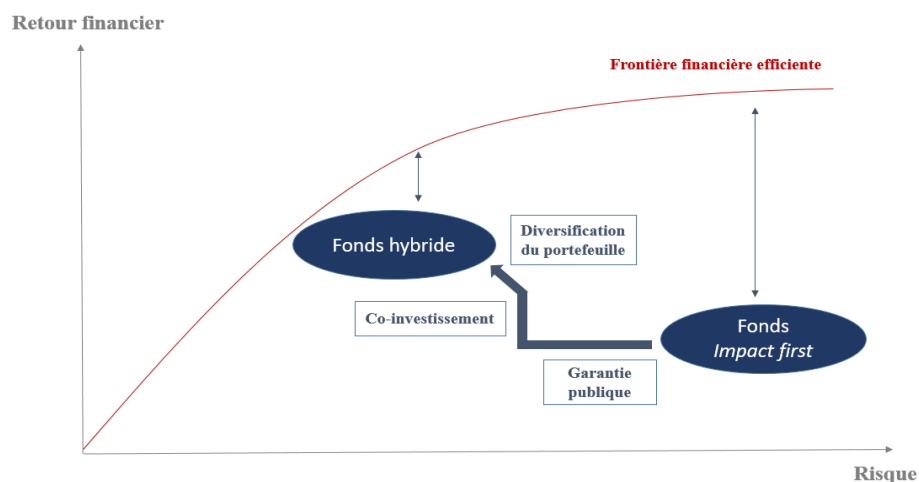
Ensuite, un partenariat avec différents acteurs permettrait, également, au fonds de pouvoir diminuer ses frais de fonctionnement et ainsi augmenter le rendement final des investisseurs. Ce « co-investissement » peut se traduire de deux manières. D'une part, des subventions (publiques et/ou philanthropiques) pourraient couvrir une partie des coûts relativement élevés qui sont encourus, en raison de la petite taille des tickets d'investissement, et du besoin accru d'aide pour le développement des entreprises. D'autre part, la collaboration avec une organisation externe pourrait, également, jouer un rôle important dans la diminution des frais de fonctionnement. L'objectif d'une telle collaboration serait de s'appuyer sur l'expertise d'un acteur dont la mission principale est d'agir en tant qu'intermédiaire, entre les entreprises sociales et les investisseurs. L'analyse des dossiers (*due diligence*) et la négociation avec les

premiers investisseurs potentiels pourraient être réalisées par cet acteur reconnu, dans un premier temps, et apportées au fonds qui prendra la décision finale.

Enfin, une forte diversification du portefeuille permettrait, à la fois, une diminution du risque et une augmentation potentielle du rendement final. Le fonds pourrait offrir différentes sortes de financement (*mezzanine capital*, *equity capital* et prêts convertibles) en fonction des besoins des entreprises, avec des profils différents (différents secteurs d'activités, maturités et sources de revenus).

Ces différents éléments, représentés sur le graphique ci-dessus, renvoient la manière dont un fonds traditionnel se structure, et ils apportent des solutions de financement innovantes aux entreprises qui se trouvent sur le segment du marché peu desservi actuellement.

Figure 7 : Spectre risque/rendement d'un fonds hybride



Source : reproduit de « *Impact Investing, Etat des lieux et partage d'expérience* », C.B (2019), (diapositive 22)

L'implication des pouvoirs publics et du secteur privé dans la création d'un fonds de financement est une chose, mais l'intervenant québécois insiste, également, sur l'importance d'un écosystème. Au Québec, les structures de financement de l'économie sociale regroupent diverses institutions qui collaborent ensemble, toujours dans une optique de réduire le risque des investissements. La complémentarité des différents outils financiers disponibles, sur chaque niche de marché, incite à la collaboration entre les différents acteurs. Derrière ces institutions, ce sont majoritairement des institutions, des fonds de travailleurs et des communautés religieuses qui sont favorables au développement de l'économie sociale. Afin de mieux comprendre les acteurs de l'écosystème et leur mode d'intervention, nous invitons le lecteur à lire le working paper « *Financement de l'Economie Sociale Au Québec* », écrit par Claude

Dorion¹⁶. Les informations dans cet ouvrage permettent de compléter celles que nous avons reçues par notre intervenant.

5.4.2.2 Instruments financiers

Nous nous sommes, jusqu'à présent, intéressés à des structures de fonds d'investissement qui permettraient de réduire le risque perçu par les investisseurs privés, et ainsi leurs attentes de rendement. Nous avons d'ailleurs souligné qu'une des possibilités serait d'utiliser différents instruments financiers. Selon certains intervenants, une simple transposition des outils de financement du secteur traditionnel aux coopératives ne suffit pas. Un des intervenants émet d'ailleurs, des doutes quant à la compatibilité des méthodes du *private equity* dans le monde coopératif qui « *n'est pas le même esprit du tout* ». Etant donné que les instruments financiers doivent répondre, d'une part, aux besoins des investisseurs, et d'autre part, aux besoins de financement des bénéficiaires, les investisseurs sont encouragés à proposer des produits d'investissement innovants, adaptés et souvent hybrides.

Dans cette optique, un instrument financier totalement dédié au financement des coopératives et à ses besoins a été créé en France : le titre participatif. Il s'agit d'un produit financier qui permet de renforcer les capitaux propres des coopératives, sans perturber pour autant l'équilibre des pouvoirs puisque ces titres ne donnent pas de droit de vote. En revanche, les titres participatifs requièrent une distribution des bénéfices, souvent plus importante, que celles des parts en capital ainsi qu'une valorisation qui dépend de l'évolution de la valeur de la coopérative. De cette façon, la rémunération des titres participatifs se compose d'une partie fixe qui est référée à un taux d'intérêt, et, éventuellement d'une partie variable, dont le montant est déterminé, en fonction de l'activité économique de la coopérative. Cette rémunération plus élevée est, en partie, expliquée par le côté risqué de ces produits financiers qui ne sont remboursables qu'à l'initiative de la coopérative, à l'expiration d'un délai qui ne peut être inférieur à 7 ans. De par ses caractéristiques, ce produit financier constitue donc une nouvelle catégorie de valeurs mobilières à mi-chemin, entre l'action et l'obligation.

Le fonds d'investissement français que nous avons contacté est exclusivement dédié au financement des coopératives en titres participatifs. Son directeur nous explique qu'en France, l'argent solidaire, issu des fonds 90/10¹⁷, demande une rémunération proche de 0 %. Ce fonds

¹⁶ Dorion, C. (2016). *Le financement de l'Économie Sociale au Québec* (No. 1601). CIRIEC-Université de Liège.

¹⁷ Les fonds 90/10 sont des fonds d'investissement solidaires dont 10 % de l'épargne est investie dans des entreprises non cotées à forte utilité sociale et 90 % en investissement socialement responsable.

d'investissement, quant à lui, travaille sur un segment de marché qui est intermédiaire, en estimant que le risque doit être rémunéré, afin de pouvoir intégrer les investisseurs privés dans sa structure. En se positionnant de la sorte, sur le « gap » de financement que nous avons identifié précédemment, l'intervenant nous explique, tout de même, que peu de Français comprennent ce segment de marché.

5.4.3 Conclusion de la comparaison transnationale

A travers nos diverses conversations avec des acteurs étrangers, nous nous rendons compte que l'approche d'investissement du secteur classique dans celui des coopératives est peu appropriée et critiquée par la majorité des intervenants. Un d'entre eux mentionne d'ailleurs : « *Ça ne sert à rien de vouloir pousser les coopératives dans tous les domaines, et à l'inverse, ça ne sert à rien de vouloir appliquer le modèle d'impact investing dans toutes sortes d'entreprises* ».

En partant du constat qu'il faut pouvoir réconcilier les intérêts d'investisseurs privés, et ceux des coopératives, les acteurs rencontrés se sont penchés sur des solutions innovantes telles que la création de fonds hybrides ou de nouveaux instruments financiers. Ces solutions peuvent être approchées de multiples manières, et nous avons décidé de présenter des dispositifs concrets qui ont déjà fait leurs preuves à l'étranger.

En abordant ces solutions, nous nous sommes quelques peu éloignés du sujet principal de ce travail, à savoir l'investissement en *private equity*. Néanmoins, à travers les conclusions que nous avons réalisées, il nous semblait pertinent d'aller plus loin dans nos réflexions et d'apporter quelques éléments de solutions. La création d'un fonds hybride permettrait, notamment, de diminuer le risque perçu par les investisseurs, et donc, leurs exigences financières. Par contre, « en termes de droit de vote et de gouvernance, quelle est la posture que ce fonds pourrait adopter en approchant le modèle coopératif ? ». Au contraire, les titres participatifs impliquent une rentabilité financière plus importante mais ne donnent pas accès au droit de vote. Ces pistes de solutions auraient donc le mérite de pouvoir être approfondies à travers un nouveau travail qui s'intitulerait, par exemple : « par quels moyens et méthodes serait-il possible de réconcilier les intérêts des investisseurs privés et ceux des « vraies » coopératives ? »

Chapitre 6 : Discussion des résultats

Cette dernière partie va nous permettre d'établir des liens entre les informations récoltées, d'une part, dans notre revue de littérature et, d'autre part, au cours des différents entretiens sur le terrain.

Pour rappel, l'objectif de ce mémoire était de pouvoir comparer les objectifs et méthodes des investisseurs en *private equity* avec ceux des coopératives et, de voir, dans quelle mesure ces objectifs et méthodes des uns et des autres pourraient être compatibles. Afin de répondre à cette question, nos recherches se sont principalement centrées sur les droits de propriété, identifiés dans la littérature, qui permettent d'aborder, d'une certaine manière, les méthodes des deux acteurs ciblés.

Selon Brown (2006), le financement en capital des coopératives est controversé en raison du conflit potentiel entre les intérêts des actionnaires et les objectifs de ces coopératives. Alors que ce constat est confirmé par plusieurs acteurs étrangers dont les statuts juridiques coopératifs reflètent les principes de l'ACI, de nombreux positionnements sont observés en Belgique, notamment en raison de la flexibilité légale liée à cette forme d'entreprise.

Lorsque les statuts reflètent, au sens strict, les principes coopératifs internationaux, nous remarquons que l'activité du *private equity*, issu de l'investissement traditionnel, est difficilement répliquable dans ces coopératives. En effet ces dernières ont une façon bien particulière d'appliquer les droits de propriété qui ne correspondent pas aux objectifs des investisseurs en *private equity*. Ces différents éléments sont d'ailleurs soutenus par les théoriciens qui ont réagi sur un ou plusieurs obstacles liés aux droits de propriété. (Guézennec & Malochet, 2013 ; Sapienza et al., 1996 ; Brown, 2006). Nous soulignons, tout de même, qu'un des éléments identifiés dans la littérature se retrouve peu sur le marché belge : la mise en place d'une réserve impartageable. Cette pratique coopérative internationale est pourtant évoquée plusieurs fois par les théoriciens et praticiens étrangers. Or, en Belgique, peu d'acteurs mentionnent cette forme de redistribution des bénéfices qui représente un obstacle supplémentaire pour des investisseurs externes.

Cette première catégorie de coopératives (no-match) confirme donc, en partie, les informations que nous avons récoltées dans la littérature, sur les obstacles d'une telle collaboration liés aux droits de propriété. En ce qui concerne l'opportunité d'accéder à des capitaux supplémentaires, elle se retrouve peu, dans ce cas-ci, puisque ces coopératives n'ont pas l'intention d'aller chercher des capitaux auprès de ces investisseurs. Elles ont d'autres moyens pour se financer

grâce aux spécificités liées à leur modèle d'entreprise : les bénéfices générés par leurs activités permettent notamment d'accéder à du financement citoyen et public (Mertens, 2010).

Néanmoins, comme Huybrechts et Mertens (2014) le soulignent, nous observons qu'une fois que les coopératives ont un besoin en capitalisation plus important, certaines rencontrent des difficultés à trouver le financement nécessaire pour monter et développer leurs projets (gap). Cet accès difficile peut être expliqué, d'une part, par le modèle peu attrayant pour les investisseurs qui cherchent à maximiser leurs retours sur investissement, et d'autre part, par la méfiance des membres de la coopérative d'accepter la présence d'investisseurs externes (Huybrechts & Mertens, 2014). L'exemple de la coopérative 4 illustre ce phénomène qui reflète un manque de solutions de financement disponibles sur le marché belge. En effet, l'implication d'un grand nombre de membres, pour rassembler les montants suffisants, s'applique, difficilement, à tous les modèles coopératifs qui se retrouvent, par conséquent, sans possibilité de financement, parce ce qu'ils ne veulent pas modifier leurs statuts. Ces conclusions nous ont encouragées à nous renseigner sur certaines pistes de solutions mises en place à l'étranger, pour répondre aux besoins de ces entreprises, sans pour autant dénaturer leurs principes.

Cette comparaison internationale nous permet également d'approfondir certains éléments que nous avons identifiés dans la littérature, tels que l'importance d'un acteur intermédiaire et d'instruments financiers qui répondent aux besoins du modèle coopératif (Guézennec & Malochet, 2013 ; Glänzel & Scheuerle, 2015).

Enfin, nous nous sommes rendu compte que, lorsqu'une collaboration entre les investisseurs en *private equity* et les coopératives était possible (match), les droits de propriété de ces dernières représentaient, peu, ceux prônés par le modèle coopératif international. Cependant, nous observons que cette collaboration risque de disparaître pour deux raisons. D'une part, la réforme du Code des Sociétés qui exige, désormais, la mise en avant des finalités coopératives dans les statuts, encourage certaines à les adapter aux pratiques coopératives ou à les transformer. D'autre part, les difficultés que rencontrent certains fonds à sortir de leur investissement, conformément à leurs objectifs, les freinent à continuer à investir dans ce modèle d'entreprise.

Nous tenons, tout de même, à souligner que la démarche exploratoire que nous avons adoptée, tout au long de notre travail de recherche sur le terrain, nous permet d'apporter des éléments de réponses supplémentaires, afin d'approfondir ceux que nous avons mobilisés dans notre revue de littérature.

Conclusion

Deux constats nous ont amenés à réaliser cette recherche. D'une part, une tendance sociétale majeure, sur le développement de nouveaux projets coopératifs, se fait ressentir en Belgique, depuis quelques années. D'autre part, un intérêt grandissant de la part d'investisseurs privés caractérise la transformation de l'écosystème de financement des coopératives. Au moment où ces entreprises ont désormais accès à du financement, autrefois peu disponible, nous avons décidé d'orienter nos recherches vers la question suivante : « Financement des coopératives : les objectifs et méthodes des investisseurs en *private equity* sont-ils compatibles avec ceux des coopératives ? ».

Afin de répondre à cette problématique, nous nous sommes particulièrement intéressés aux droits de propriété qui caractérisent le modèle coopératif, et qui sont intimement liés au financement en capital dans cette structure. De nos recherches, il en ressort que la manière dont une coopérative qui respecte les principes de l'ACI, est configurée laisse peu de place pour un investisseur en *private equity*, lorsque ses méthodes sont proches de l'investissement traditionnel. Les objectifs des deux acteurs ciblés convergent notamment sur leur perception du pouvoir et du rendement, à travers l'investissement. Alors que certaines coopératives ont la possibilité de se tourner vers d'autres acteurs de financement, d'autres nécessitent des capitaux importants, et sont parfois confrontées au dilemme d'accepter la collaboration, au risque de s'éloigner de leurs finalités de départ.

A l'issue de ce travail de fin d'études, il nous semble primordial d'apporter certaines recommandations, afin d'aligner les intérêts des investisseurs privés à ceux des « vraies » coopératives, sans qu'elles ne doivent, pour autant, changer leurs statuts.

Tout d'abord, nous pensons qu'il est fondamental d'être créatif sur la façon dont les fonds d'investissement en *private equity* se structurent, afin de pouvoir diminuer au maximum le rendement attendu des projets financés. En effet, nous nous rendons compte qu'au final, les investisseurs qui sont à l'initiative des fonds d'investissement n'attendent pas un rendement incompatible, avec ce que pourrait offrir le modèle coopératif. Or, les frais liés à la gestion du fonds empêchent ce dernier de cibler des entreprises pour lesquelles la rémunération du capital n'est pas la priorité. Une structure d'investissement hybride pourrait, notamment, permettre de diminuer ces frais, grâce à l'octroi de capitaux, de garanties ou la prise en charge d'une partie des frais de fonctionnement par les pouvoirs publics. Les avantages d'une structure hybride sont multiples. Celle-ci permettrait d'encourager l'investissement d'acteurs privés

supplémentaires qui deviendraient, alors, intéressés par des opportunités d'investissement, avec un profil de risque-rendement, jusqu'à présent trop élevé. Elle pourrait également jouer le rôle d'intermédiaire entre les capitaux publics et privés, en créant un effet de levier. Enfin, comme c'est le cas au Québec, les citoyens pourraient également investir à travers ce fonds s'ils souhaitent soutenir le modèle coopératif, sans pour autant s'investir dans une coopérative en particulier. Une telle réflexion mériterait d'être approfondie, ne serait que dans les limites du *tax shelter*, évoquées par plusieurs acteurs rencontrés. En effet, à l'heure actuelle, le *tax shelter* est accordé par l'Etat sans que l'entreprise soit réellement accompagnée sur le long terme. Un tel fonds permettrait de garantir et d'assurer une perspective de succès.

Par ailleurs, nous ne pourrions que recommander d'envisager l'élaboration de nouveaux instruments financiers, pour répondre aux besoins des coopératives. En effet, alors que l'investissement en capital permet aux coopérateurs d'être impliqués dans la gestion de l'entreprise collective, il devient problématique lorsque des investisseurs externes veulent la soutenir. Les droits de propriété spécifiques au modèle coopératif confirment ce raisonnement, d'où notre question : l'investissement en *private equity* est-il réellement la manière dont nous devons aborder l'investissement externe des coopératives ?

À présent, il est fondamental de mettre en évidence les limites de ce travail. En effet, les analyses développées reposent sur un nombre restreint de coopératives et de fonds d'investissement en *private equity* sur le marché belge. Ce choix est notamment justifié par le temps imparti pour la réalisation de ce travail et l'obligation du nombre de pages limité. Un prochain travail pourrait, par exemple, mener une enquête quantitative sur un plus grand échantillonnage, afin de confirmer ou d'ajuster les conclusions que nous avons tirées.

Une autre limite concerne notre concentration sur les droits de propriété pour répondre à notre problématique. En effet, même si ces derniers constituent les obstacles principaux pour la majorité des intervenants rencontrés, d'autres tensions sont susceptibles d'intervenir, lors d'une collaboration entre les deux acteurs ciblés. Plusieurs réorientations de notre thématique de recherche nous semblent intéressantes à creuser :

- Quelles sont les raisons pour lesquelles les investisseurs privés pensent que le secteur coopératif manque de crédibilité ?
- Le modèle coopératif garantit-il un impact sociétal ? Les méthodes de mesure d'impact utilisées par les *impact investors* sont-elles appropriées à ce modèle d'entreprise ?

Enfin, notre comparaison dans le domaine international nous permet d'apporter des pistes de solutions. Elle mériterait également d'être approfondie, afin d'analyser concrètement si l'application de ces recommandations pouvait être réalisée en Belgique. C'est pourquoi, il convient de considérer ce travail comme une base de départ qui mériterait d'être développée plus en détail, dans le cadre d'une investigation plus poussée.

Bibliographie

Articles scientifiques

- Achleitner, A.-K., N. Engel, and U. Reiner. (2013). "The Performance of Venture Capital Investments: Do Investors Overreact?" *Review of Financial Economics*, 22 (1): 20 – 35. doi:10.1016/j.rfe.2012.10.001
- Bavière, C. (2012). Le private equity : investisseur à long terme par excellence. *Revue d'économie financière*, 108(4), 105-116.
- Berresford, S. I. (2003). 15 Minutes with Susan Berresford, President of the Ford Foundation. *Stanford Social Innovation Review*, 2003, 15-17.
- Blais M., Martineau S., (2006). L'analyse inductive générale : description d'une démarche visant à donner un sens à des données brutes. *Recherches qualitatives*, 26 (2): 1-18.
- Brandstetter, L., & Lehner, O. M. (2015). Opening the market for impact investments: The need for adapted portfolio tools. *Entrepreneurship Research Journal*, 5(2), 87–107. doi:10.1515/erj-2015-0003
- Brown, J. (2006), "Equity finance for social enterprises", *Social Enterprise Journal*, Vol. 2 No. 1, pp. 73-81. doi:10.1108/17508610680000714
- Chamard, C., Faivre, P., Levant, Y. & Philippe, J. (2014). Valeurs coopératives et entrepreneuriat: Le choix de la forme Scop : un moyen différent d'associer capital et travail et de récompenser les talents. *La Revue des Sciences de Gestion*, 269-270(5), 83-91.
- Detremmerie H. (1987), « Le financement des entreprises coopératives », *Annals of Public and Cooperative Economics*, pp.267-273.
- Dujardin, A., Mertens, S., Van Opstal, W. (2008), « La société à finalité sociale », in Van Opstal, W., Gijssels, C., Develtere P. (Eds), *Entrepreneuriat coopératif en Belgique. Théories et pratiques*, Leuven : Acco.
- Drapéri J.-F. (2006) «Mouvement coopératif », dans *Alternatives économiques, L'économie sociale de A à Z*, Hors-série pratique n° 22, Alternatives économiques, p. 144 et sv.
- Espagne, F. (2010). Le droit coopératif français : une autonomie à conquérir ou à confirmer?. *RECMA*, 317(3), 61-67. doi:10.7202/1020881ar.
- Evans, M. (2013). Meeting the challenge of impact investing: how can contracting practices secure social impact without sacrificing performance? *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 138-154. doi :10.1080/20430795.2013.776260
- Francoual, P. (2017). La part sociale coopérative, un exemple de propriété commune. *RECMA*, 345(3), 57-67. doi:10.7202/1040795ar
- Gijssels, C., & Van Opstal, W. (2008). « Entrepreneuriat coopératif » in Van Opstal, W., Gijssels, C., Develtere, P. (Eds.), *Entrepreneuriat coopératif en Belgique. Théories et pratiques* (pp. 15-36). Leuven: Acco.
- Glänzel, G., & Scheuerle, T. (2015). Social impact investing in Germany: Current impediments from investors' and social entrepreneurs' perspectives. *Voluntas*. doi:10.1007/s11266-015-9621-z

- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2014). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. doi:10.1007/s10551-014-2327-0
- Huybrechts, B. & Mertens, S. (2014). The relevance of the cooperative model in the field of renewable energy. *Annals of Public and Cooperative Economics*, 85(2), pp. 193-212.
- Lapassade, G. (2002). Observation participante. Dans: Jacqueline Barus-Michel éd., *Vocabulaire de psychosociologie* (pp. 375-390). Toulouse, France: ERES. doi:10.3917/eres.barus.2002.01.0375.
- Le Pendeven, B. (2013). Le capital-investissement à vocation sociale existe-t-il en France ?. *Entreprendre & Innover*, 17(1), 44-56. doi:10.3917/entin.017.0044.
- Mayer, J., & Scheck, B. (2018). Social Investing: What Matters From the Perspective of Social Enterprises? *Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly*, 47(3), 493–513. doi:10.1177/0899764017749889
- Milligan, K., & Schöning, M. (2011). Taking a realistic approach to impact investing: Observations from the world economic forum's global agenda council on social innovation. *Innovations: Technology, Governance, Globalization*, 6, 155-166. doi:10.1162/INOV_a_00091
- Novkovic, S., Miner, K. (2015). « Introduction: Co-operative Governance Fit to Build Resilience in the Face of Complexity » in International Co-operative Alliance (Ed.), *Co-operative Governance Fit to Build Resilience in the Face of Complexity* (pp. 10-21). Brussels: International Co-operative Alliance
- Rijpens, J., Jonet, C., & Mertens, S. (2015). Coopératives et démocratie: un état des lieux de la question pour encourager la vitalité démocratique des coopératives. In G. Van Gyes & S. De Spiegelaere (Eds.), *L'entreprise de nous tous. Innover la participation des travailleurs en Belgique* (pp. 179-192). Leuven: Acco.
- Sapienza, H. J., Manigart, S., & Vermeir, W. (1996). Venture capitalist governance and value added in four countries. *Journal of Business Venturing*, 11, 439-469. doi:10.1016/S0883-9026(96)00052-3
- Scarlata, M., & Alemany, L. (2010). Deal structuring in philanthropic venture capital investments: Financing instrument, valuation and covenants. *Journal of Business Ethics*, 95, 121- 145. doi:10.1007/s10551-011-0851-8
- Thomas, D.R. (2006). A general inductive approach for analyzing qualitative evaluation data. *American Journal of Evaluation*, 27(2), 237-246. doi : 10.1177/1098214005283748
- William J., Christopher W., Thomas M., Mauro G., Mohammed A., Eileen C., Mahmoud I., William F., 15,364 scientist signatories from 184 countries (2017). World Scientists' Warning to Humanity: A Second Notice, *BioScience*, Volume 67, Issue 12, December 2017, Pages 1026–1028
- Wright, M. (2002). Le capital-investissement. *Revue française de gestion*, n° 141(5), 283-302. <https://www.cairn.info/revue-francaise-de-gestion-2002-5-page-283.htm>.

Articles en ligne

- Hörger, A. (2018). Impact Investing : le vrai profit durable. *Paperjam, Expertises – Wealth planning*. Retrieved 3 August 2019, from <https://paperjam.lu/article/news-impact-investing-le-vrai-profit-durable>

Ouvrages

- Blanchet, A., Gotman, A. (2007). *L'enquête et ses méthodes : l'entretien*, Colin, coll. 128, 2^è éd., Paris.
- Defourny, J., Nyssens, M. (2017). *Économie sociale et solidaire: Socioéconomie du 3e secteur*. De Boeck Supérieur.
- Defourny, J., Simon, M., Adam, S. (2002). *Les coopératives en Belgique, un mouvement d'avenir ?*, Edition Luc Pire, Bruxelles.
- Clark, C., Emerson, J., & Thornley, B. (2015). *The impact investor: Lessons in leadership and strategy for collaborative capitalism*. United States: Jossey-Bass Inc
- Gates, J. (1998). *The ownership solution*, Penguin, US
- Mertens, S. (Ed.). (2010). *La gestion des entreprises sociales*. Liège: Edi.pro.
- Richez-Battesti, N., Defourny, J. (2017). «Les Coopératives» in: J. Defourny et M. Nyssens, (dir.), *Economie sociale et solidaire*, De Boeck, Bruxelles (chapitre 2).
- Saunders, M., Lewis, P., & Thornhill, A. (2009). *Research methods for business students* (5^è éd.). England: Prentice Hall
- Toucas, P., (2005). *Les coopérateurs : deux siècles de pratiques coopératives*, Ivry-sur-Seine, Edition de l'Atelier.

Rapports

- Bayot, B. (2015). *Les réserves impartageables*. Réseau Financité. Bruxelles.
- Capers, C., Collins, M., & Gooneratne, S. (1997). *Assessing venture philanthropy* (Research Report). Boston, MA: Harvard Business School.
- CECOP (2013). *La réponse de CECOP à la consultation de la Commission Européenne sur le Livre Vert « Le financement à long-terme de l'économie européenne »*. Bruxelles.
- Ciccia, L. (2011). *Co-propriété et démocratie ; la coopérative comme réponse à la crise*. Dans *Coopératives, un modèle tout terrien*, 24. Études 2011: SAW-B
- Dorion, C. (2016). *Le financement de l'Économie Sociale au Québec* (No. 1601). CIRIEC-Université de Liège.
- Dufays, F., Mertens, S. (2017). *Belgian Cooperative Monitor*. Leuven, Bruxelles : Cera-Febecoop.
- Eurosif. (2014). *European SRI study*. Bruxelles: auteur. Retrieved from <http://swesif.org/wp-content/uploads/2014/10/European-SRI-Study-2014.pdf>
- Garbarczyk, B., Mortier Q., Wathélet, V. & Woitrin, M. (2016). *Et si nous coopérons ?* Études 2010: SAW-B.
- Guézennec C., Malochet G. (2013). « *L'impact investing pour financer l'économie sociale et solidaire ? Une comparaison internationale* », Commissariat général à la stratégie et à la prospective.

Noya, A. (ed.) (2009), *The Changing Boundaries of Social Enterprises*, Local Economic and Employment Development (LEED), OECD Publishing, Paris, doi: 10.1787/9789264055513-en.

Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OECD). (2015). *Social Impact Investment: Building the evidence based*. Paris: auteur. doi:10.1787/9789264233430-en

Wathelet, V., & Mortier, Q. (2017). *Rémunération du capital et entreprise sociale: les meilleurs ennemis?* SAW-B

Site internet

Alliance Coopérative Internationale. (n.d.a). *Identité cooperative*. Retrieved July 29, 2019 from <https://www.ica.coop/fr/coop%C3%A9ratives/identite-cooperative>

Alliance Coopérative Internationale. (n.d.b). *Qui sommes nous?* Retrieved July 29, 2019 from <https://www.ica.coop/fr/qui-sommes-nous/alliance-coop%C3%A9rative-internationale>

Compta facile. (n.d). *Les discounted cash flows : définition, calcul et utilité*. Retrieved June 8 2019, from <https://www.compta-facile.com/les-discounted-cash-flows-dcf-definition-calcul-et-utilite/>

Droit-Finances (n.d). *Actif net (définition)*. Retrieved 6 August 2019, from <https://droit-finances.commentcamarche.com/faq/23555-actif-net-definition>

Garrigue. (n.d). *Présentation de Garrigue*. Retrieved July 9 from, <http://www.garrigue.net/presentation.php>

Koen Geens. (2019). *Comment le nouveau Code des sociétés va bousculer l'économie belge*. Retrieved July 55, 2019 from <https://www.koengeens.be/fr/news/2019/03/14/comment-le-nouveau-code-des-societes-va-bousculer-l-economie-belge>

JuriPresse. (n.d). *Pourquoi augmenter le capital social ?* Retrieved June 14, 2019 from <https://www.juripresse.fr/blog/pourquoi-augmenter-le-capital-social/>

Textes législatifs Code des Sociétés du 7 mai 1999, publié le 6 aout 1999.

Divers

Baudin, C. (2019). *Impact Investing, Etat des lieux et partage d'expérience*, HEC Liège.

Xhaufclair, V. (2019). *Les financements privés au secours des entreprises sociales ?* HEC Liège

ANNEXES

Jury :
Promoteur :
Virginie XHAUFLAIR
Lecteurs :
Julie RIJPENS
Maxime BOUCHAT

Mémoire présenté par
Céline MARQUET
En vue de l'obtention du diplôme de
Master en Sciences de Gestion à finalité
spécialisée en Gestion des Entreprises
Sociales
Année académique 2018/2019

Table des matières – Annexes

ANNEXE I : LES 7 PRINCIPES COOPÉRATIFS	II
ANNEXE II : AGRÉMENT CNC	II
ANNEXE III : LES AVANTAGES LIÉS À L'AGRÉMENT DES SOCIÉTÉS COOPÉRATIVES	III
ANNEXE IV : ENTREPRISE À FINALITÉ SOCIALE	V
ANNEXE V : RÉFORME DU CODE DES SOCIÉTÉS – LA SC	VI
ANNEXE VI : L'ÉCONOMIE SOCIALE	VII
ANNEXE VII : DIFFÉRENTES APPROCHES DE FINANCEMENT DU SPECTRE D'INVESTISSEMENT SOCIAL	XV
ANNEXE VIII : PROCESSUS D'INVESTISSEMENT	XX
ANNEXE IX : BIBLIOGRAPHIE	XXII
ANNEXE X : ÉCHANTILLONNAGE DU MARCHÉ BELGE	XXVI
ANNEXE XI : ÉCHANTILLONNAGE DES FONDS D'INVESTISSEMENT	XXVII
ANNEXE XII : ÉCHANTILLONNAGE DU MARCHÉ ÉTRANGER	XXVIII
ANNEXE XIII : GUIDES D'ENTREPRISE	XXIX
ANNEXE XIV : MÉTHODES DES FONDS D'INVESTISSEMENT BELGES	XXXII
ANNEXE XV : MÉTHODES DES DEUX FONDS D'INVESTISSEMENT QUÉBÉCOIS	XXXV

Annexe I : Les 7 principes coopératifs

Source : Reproduit de Alliance Coopérative Internationale. (n.d.c). *Identité cooperative*.
Retrieved July 29, 2019 from
<https://www.ica.coop/fr/coop%C3%A9ratives/identite-cooperative>

Les principes coopératifs constituent des repères qui guident les coopératives dans l'application de leurs valeurs.

1. Adhésion volontaire et ouverte

Les coopératives sont des organisations volontaires, ouvertes à toute personne apte à utiliser leurs services et prête à assumer les responsabilités qu'entraîne l'adhésion, sans subir aucune discrimination liée à son sexe, son statut social, sa race, son affiliation politique ou religieuse.

2. Contrôle démocratique exercé par les membres

Les coopératives sont des organisations démocratiques contrôlées par leurs membres. Ceux-ci participent activement à l'établissement des politiques et à la prise de décisions. Les hommes et les femmes qui siègent en tant que représentants élus sont responsables envers les membres. Dans les coopératives primaires, chaque membre jouit du même droit de vote (un membre, une voix). Les coopératives d'autres niveaux sont également organisées de manière démocratique.

3. Participation économique des membres

Les membres contribuent équitablement à, et contrôlent par voie démocratique, le capital investi dans leur coopérative. En général, au moins une partie de ce capital appartient communément à la coopérative. Les membres ne bénéficient que d'une rémunération limitée, si tant est qu'ils en reçoivent une, du capital souscrit comme condition d'adhésion à la coopérative. Les membres allouent les excédents à la réalisation de tout ou partie des objectifs suivants : développer leurs coopératives, éventuellement en créant des réserves dont au moins une partie est indivisible ; en redistribuant aux membres en fonction des transactions effectuées avec la coopérative ; et en soutenant d'autres activités approuvées par les membres.

4. Autonomie et indépendance

Les coopératives sont des entités autonomes. Elles sont des organisations d'entraide contrôlées par leurs membres. Si elles concluent des accords avec d'autres organisations, en ce compris des gouvernements, ou si elles lèvent des capitaux provenant de sources externes, elles le font de manière à garantir que les membres exercent un contrôle démocratique et de manière à conserver leur autonomie.

5. Éducation, formation et information

Les coopératives proposent des formations à leurs membres, à leurs représentants, à leurs gestionnaires et à leurs employés afin que ceux-ci puissent contribuer efficacement au développement de leur coopérative. Elles sensibilisent par ailleurs le grand public, en particulier les jeunes et les décideurs, à la nature et aux vertus de la coopération

6. La coopération entre coopératives

Les coopératives servent leurs membres le plus efficacement possible, et renforcent le mouvement coopératif en collaborant via des structures locales, nationales, régionales et internationales.

7. Souci de la communauté

Les coopératives œuvrent au développement durable de leurs communautés grâce à des politiques approuvées par leurs membres

Annexe II : Agrément CNC

Source : Code des sociétés du 7 mai 1999, publié le 6 aout 1999.

Art. 1^{er}, § 1,1^o : « **L'affiliation d'associés doit être volontaire** et la société coopérative ne peut refuser l'affiliation d'associés ou prononcer leur exclusion qui si les intéressés ne remplissent pas ou cessent de remplir les conditions générales d'admission prévues dans les statuts ou s'ils commettent des actes contraires aux intérêts de la société. »

Art. 1^{er}, § 1,2^o : « Les parts du capital social, même si elles sont de valeur différente, confèrent, par catégorie de valeurs, **les mêmes droits et obligations** sous réserve de ce qui est dit au 3^o ci-après en ce qui concerne le droit de vote aux assemblées générales. »

Art. 1^{er}, § 1,3^o : « Tous les associés ont **une voix égale** en toutes matières aux assemblées générales, quel que soit le nombre de parts dont ils disposent ».

Art. 1^{er}, § 1,4^o : « **Les administrateurs et les commissaires sont nommés à l'assemblée générale.** »

Art. 1^{er}, § 1,5^o : « **Le dividende** octroyé aux associés sur les parts du capital social **ne peut dépasser 6 pour cent** de la valeur nominale des parts sociales après retenue du précompte mobilier ».

Art. 1^{er}, § 1,6^o : « Le but principal de la société est de procurer aux associés un avantage économique ou social, dans la **satisfaction de leurs besoins professionnels ou privés.** »

Art. 1^{er}, § 1,7^o : « **Le mandat des administrateurs** et des associés chargés du contrôle **est gratuit.** »

Art. 1^{er}, § 1,8^o : « **Une partie des ressources annuelles est consacrée à l'information et à la formation des membres,** actuels et potentiels, ou du grand public. »

Annexe III : Les avantages liés à l'agrément des sociétés coopératives

Source : Reproduit de SPF Finance (2019b). *Les avantages liés à l'agrément des sociétés coopératives*. Retrieved June 16, 2019 from <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/creer-uneentreprise/demarches-pour-creer-une/formes-de-societes/societes-cooperatives/agrement/les-avantages-lies-lagrement>

L'agrément confère aux sociétés coopératives agréées des avantages découlant de diverses législations fiscales et sociales.

Exonération d'une partie des dividendes versés aux associés

Toute société est, en principe, redevable d'impôts sur le montant total de ses bénéfices, y compris sur les dividendes distribués (article 185, § 1er, CIR 1992).

Depuis l'entrée en vigueur de la loi-programme du 25 décembre 2017, qui modifie l'article 185 du Code des impôts sur les revenus 1992, les sociétés coopératives bénéficient d'une exception à cette règle selon laquelle les dividendes distribués font partie de la base imposable de la société distributrice.

Cette exception s'applique concrètement à la partie des dividendes versés aux associés personnes physiques des sociétés coopératives agréées pour le Conseil national de Coopération, qui ne dépasse pas le montant (indexé) par personne physique de 190 EUR (année d'imposition 2019) ou de 200 EUR (année d'imposition 2020).

Absence de requalification d'intérêts en dividendes

Les intérêts des avances prêtées par les associés d'une société à cette société sont normalement requalifiés en dividendes si le taux d'intérêt est supérieur au taux d'intérêt du marché ou lorsque le montant des avances est supérieur au capital versé.

Par exception, les créances sur des sociétés coopératives agréées ne sont pas requalifiées en dividendes par le Code des impôts sur les revenus (Art. 18, 4°, du Code des impôts sur les revenus).

Application étendue du tarif réduit à l'impôt sur les sociétés

Il existe un tarif réduit applicable à l'impôt sur les sociétés dont le revenu imposable n'excède pas 322.500 euros.

Dans un certain nombre d'hypothèses, les sociétés sont exclues du bénéfice de ce tarif réduit de l'impôt sur les sociétés.

Les sociétés coopératives agréées pour le Conseil national de la Coopération bénéficient dans tous les cas du tarif réduit même si elles tombent dans le champ d'application d'une des exclusions prévues (Art. 215, alinéa 2, 1°, 2° et 4° du Code des impôts sur les revenus).

Sécurité sociale des travailleurs pour les administrateurs

Les personnes qui, en qualité de mandataires et contre rémunération autre que le logement et la nourriture, consacrent leur principale activité à la gestion ou la direction journalière des sociétés coopératives agréées peuvent bénéficier de la sécurité sociale des travailleurs.

L'application de la loi concernant la sécurité sociale des travailleurs est en effet étendue aux personnes qui, en qualité de mandataires et contre rémunération autre que le logement et la

nourriture, consacrent leur principale activité à la gestion ou à la direction journalières des associations et organisations qui ne se livrent pas à des opérations industrielles ou commerciales et qui ne cherchent pas à procurer à leurs membres un gain matériel, ainsi qu'à ces associations et organisations.

Les sociétés coopératives agréées sont spécifiquement visées par cette disposition (Article 3, 1°, de l'arrêté royal du 28 novembre 1969 pris en exécution de la loi du 27 juin 1969 révisant l'arrêté-loi du 28 décembre 1944 concernant la sécurité sociale des travailleurs).

Participation à la formation du Conseil national de la Coopération

Les sociétés coopératives agréées peuvent participer à la formation du Conseil national de la Coopération (CNC).

En effet, l'assemblée générale, le bureau ainsi que les commissions du CNC sont composés de représentants de sociétés coopératives agréées (non affiliées à un groupement) ainsi que de représentants de groupements de sociétés coopératives agréées.

Chaque représentant dispose d'une voix tant à l'assemblée générale qu'au sein du bureau.

Logo pour les sociétés coopératives agréées

Les sociétés coopératives agréées peuvent utiliser ce logo pour leurs publications.



Annexe IV : Entreprise à finalité sociale

Source : Code des Sociétés du 7 mai 1999, publié le 6 août 1999.

Art. 662 du C. Soc., 1° : « stipuler que les associés ne recherchent qu'un **bénéfice patrimonial limité ou aucun bénéfice patrimonial** ».

Art. 662 du C. Soc., 2° : « définissent de façon précise le **but social** auquel sont consacrés les activités visées dans leur objet social et n'assignent pas pour but principal à la société de procurer aux associés un bénéfice patrimonial indirect. »

Art. 662 du C. Soc., 3° : « définissent la **politique d'affectation des profits** conforme aux finalités internes et externes de la société, conformément à la hiérarchie établie dans les statuts de ladite société, et la politique de constitution de réserves. »

Art. 662 du C. Soc., 4° : « stipulent que **nul ne peut prendre part au vote à l'assemblée générale pour un nombre de voix dépassant le dixième des voix attachées** aux parts ou actions représentées ; ce pourcentage est porté au vingtième lorsqu'un ou plusieurs associés ont la qualité de membre du personnel engagé par la société. »

Art. 662 du C. Soc., 5° : « stipulent, lorsque la société procure aux associés un **bénéfice patrimonial direct limité**, que le bénéfice distribué à ceux-ci ne peut dépasser le taux d'intérêt fixé par le Roi en exécution de la loi du 20 juillet 1955 portant institution d'un Conseil national de la coopération, appliqué au montant effectivement libéré des parts ou actions. »

Art. 662 du C. Soc., 6° : « prévoient que, chaque année, les administrateurs ou gérants feront **rapport spécial** sur la manière dont la société a veillé à réaliser le but qu'elle s'est fixé conformément au 2° ; ce rapport établira notamment que les dépenses relatives aux investissements, aux frais de fonctionnement et aux rémunérations sont conçues de façon à privilégier la réalisation du but social de la société. »

Art. 662 du C. Soc., 7° : « prévoient les modalités **permettant à chaque membre du personnel d'acquérir**, au plus tard un an après son engagement par la société, **la qualité d'associé** ; cette disposition ne s'applique pas aux membres du personnel qui ne jouissent pas de la pleine capacité civile. »

Art. 662 du C. Soc., 8° : « prévoient les modalités permettant que le membre du personnel qui cesse d'être dans les liens d'un contrat de travail avec la société **perde**, un an au plus tard après la fin de ce lien contractuel, **la qualité d'associé**. »

Art. 662 du C. Soc., 9° : « stipulent qu'après l'apurement de tout le passif et le remboursement de leur mise aux associés, **le surplus de liquidation recevra une affectation qui se rapproche le plus possible du but social de la société** ».

Annexe V : Réforme du Code des Sociétés – la SC

Source : Code des Sociétés du 28 février 2019, publié le 1^{er} mai 2019

TITRE 1er. Nature et qualification.

Art. 6:1. § 1er. La société coopérative a pour **but principal la satisfaction des besoins et/ou le développement des activités économiques et/ou sociales de ses actionnaires** ou bien de tiers intéressés notamment par la conclusion d'accords avec ceux-ci **en vue de la fourniture de biens ou de services** ou de l'exécution de travaux dans le cadre de l'activité que la société coopérative exerce ou fait exercer. La société coopérative peut également avoir pour but de répondre aux besoins de ses actionnaires ou de ses sociétés mères et leurs actionnaires ou des tiers intéressés que ce soit ou non par l'intervention de filiales. Elle peut également avoir pour objet de favoriser leurs activités économiques et/ou sociales par une participation à une ou plusieurs autres sociétés.

Annexe VI : L'économie sociale

Source : Reproduit de Econosoc. (n.d). Qu'est-ce que l'économie sociale ? Retrieved 30 July, 2019 from <https://www.econosoc.be/economie-sociale>

L'économie sociale est traditionnellement considérée comme un troisième secteur, distinct des secteurs privé et public. Comme l'économie classique, l'économie sociale vise au développement d'activités économiques productrices de biens ou de services mais elle s'en distingue par la poursuite d'une finalité sociale qui est l'intérêt de la collectivité.

Ces activités d'économie sociale peuvent être exercées par des sociétés coopératives et/ou à finalité sociale, des associations, des mutuelles ou des fondations, dont l'éthique se traduit par l'ensemble des principes suivants, fixés en Wallonie dans un décret du 20 novembre 2008 :

- finalité de service à la collectivité ou aux membres, plutôt que finalité de profit; autonomie de gestion;
- processus de décision démocratique;
- primauté des personnes et du travail sur le capital dans la répartition des revenus.

Historiquement ancrée dans le champ de l'insertion socioprofessionnelle, l'économie sociale s'ouvre actuellement à d'autres tendances et préoccupations, dictées par l'évolution sociétale et les différents courants économiques qui la traversent. Solidaire avant tout, elle se distinguera notamment par les processus de gouvernance et de participation qu'elle met en place et par sa volonté de réinvestir ses bénéfices dans l'objet social de l'entreprise.

L'économie sociale, ou entrepreneuriat social, une économie au service de l'humain avant tout.

Annexe VI : L'*impact investing*

Contexte et définition

Le terme *impact investing* a vu le jour en 2007, lors d'une réunion organisée par la Fondation Rockefeller au centre Bellagio en Italie à laquelle les leaders de la finance traditionnelle, de la philanthropie et du secteur du développement ont participé. De manière à créer un environnement propice au développement de l'*impact investing*, les participants ont identifié le besoin de définir cette nouvelle approche d'investissement, capable de générer des rendements autre que financiers (Harji & Jackson, 2012). Bien que ce terme soit nouveau, le concept qui consiste à utiliser un investissement, pour produire un impact social, existe depuis un certain temps. Prenons pour exemples la « Commonwealth Development Corporation », établie durant les années 40, au Royaume-Uni qui investissait de manière durable dans les pays les plus pauvres ou encore, « La Société Financière Internationale », mise en place afin de favoriser les investissements du secteur privé, dans les pays en voie de développement (O'Donohoe, Leijonhufvud, Saltuk, Bugg-Levine, & Brandenburg, 2010).

Ces formes d'investissement social ont particulièrement émergé, suite à l'incapacité des gouvernements, des associations caritatives et des philanthropes de faire face aux défis sociaux et environnementaux du XXIème Siècle (Brandstetter & Lehner, 2015). Les auteurs insistent sur le rôle crucial que peuvent jouer les investisseurs privés, compte tenu de la répartition des ressources, dans le monde. Selon Emerson (2003) et Nicholls (2010), l'*impact investing* tente de remettre en question la dichotomie traditionnelle entre les activités caritatives et lucratives, autrefois incompatibles. L'objectif explicite d'obtenir un rendement financier différencie donc l'*impact investing* du financement par subvention et de la philanthropie, de même que l'accent explicite mis sur un certain niveau d'impact non financier le démarque des investissements traditionnels (Addis, McLeod & Raine, 2013; Wong, 2012). L'investissement à impact est, désormais, considéré comme une troisième logique d'investissement qui prône le « blended value », à savoir la combinaison d'un rendement financier et des résultats sociaux et environnementaux (Brandstetter & Lehner, 2015).

Malgré l'émergence de cette nouvelle forme d'investissement et son intérêt auprès de nombreux acteurs, les auteurs d'ouvrages scientifiques soulignent l'absence d'une définition uniforme (Hächstädter & Scheck, 2014) ainsi qu'une compréhension claire de ce que ce terme signifie (Mendell & Barbosa 2013).

De manière à avoir une première approche théorique du concept, nous retiendrons la définition reprise par le Global Impact Investing Network¹ (GIIN), (2019) : « investissement réalisé dans des sociétés, des organisations et des fonds dans l'intention de générer un impact social et environnemental mesurable tout en générant un rendement financier ».

Caractéristiques

Dans cette partie, nous allons relever les différentes caractéristiques qui peuvent être associées à l'*impact investing*. Comme nous l'avons mentionné, précédemment, de nombreuses interprétations du concept sont identifiées dans la littérature, il nous semble donc important de pouvoir les confronter de manière à avoir une vue d'ensemble, sur le champ de l'investissement à impact.

Double objectif

Selon un document de la BCG² and Young Foundation³ publié en 2011, les critères clés de l'*impact investing* devraient être que le rendement social soit clairement défini et, ne soit pas un effet secondaire d'une opération commerciale et que l'investisseur s'attende à un rendement financier d'au moins un remboursement du capital (Brown & Norman, 2011). Deux caractéristiques clés sont donc à prendre en compte, dans la compréhension du concept de l'*impact investing*.

D'une part, tout comme l'investissement conventionnel, l'*impact investing* implique la fourniture de ressources financières en vue d'obtenir un certain rendement financier (Louche, Arenas, & Cranenburgh, 2012). La rentabilité attendue suscite néanmoins de nombreuses réactions différentes, auprès des auteurs identifiés. Certains préfèrent ne pas définir le niveau de rendement financier attendu (Clark, Emerson, Balandina, et al., 2012 ; Louche et al. 2012) ; d'autres précisent que le rendement financier peut varier d'un taux inférieur au taux du marché (Evenett et Richter 2011), voir même supérieur (Best & Harji, 2013). Malgré ces différences, les auteurs s'accordent tout de même sur l'exigence minimale du remboursement du capital

¹ Le GIIN est une organisation non lucrative spécialisée dans le développement de l'*impact investing* à travers le monde grâce à la diffusion et le partage de connaissance grâce à des experts dans le milieu.

² The Big Society Capital a été fondée en 2012 par le gouvernement britannique en collaboration avec un certain nombre de banques britanniques. Elle joue un rôle important de catalyseur sur le marché de l'investissement social, en promouvant et en finançant le travail des organismes de bienfaisance et des entreprises sociales qui s'attaquent à des problèmes sociaux urgents.

³ La Young Foundation a pour mission de développer un écosystème d'organisations plus connectées et plus durables à travers le Royaume-Uni.

investi au départ. Le taux de rentabilité dépendra, quant à lui, des circonstances de l'investissement (Narain et al. 2012) et de la stratégie de l'investisseur (Arosio, 2011).

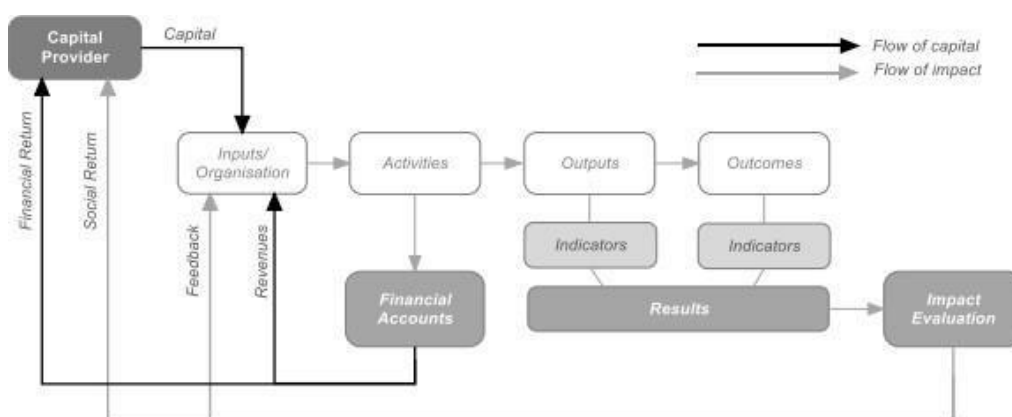
D'autre part, l'impact social ou environnemental positif doit faire partie intégrante de la stratégie de l'entreprise dans laquelle l'investisseur à impact souhaite investir. Le critère d'intentionnalité, c'est-à-dire la volonté de l'investisseur de produire un impact social à travers son investissement, est souligné par la majorité des auteurs de notre revue de littérature (Addis et al. 2013; Boerner 2012 ; Brandstetter & Lehner, 2014). Certains auteurs spécifient, tout de même, qu'un investissement qui recherche une plus-value sociale, générée de manière accidentelle par l'activité commerciale de l'entreprise, ne peut être considéré comme un investissement de l'ordre de l'*impact investing*. (Brown & Swersky, 2012 ; Höchstädter & Scheck, 2014).

Mesure de l'impact

Alors que les investisseurs financiers se concentrent traditionnellement sur deux dimensions, le risque et la rentabilité, l'impact investing en ajoute une troisième, celle de l'impact social (Guézennec & Malochet, 2013). En effet, si l'intentionnalité concerne la volonté de produire un impact social, elle souligne également le devoir de le mesurer (O'Donohoe et al., 2010).

En combinant des objectifs hybrides, les investissements à impact ne correspondent, désormais, plus à la logique des outils financiers traditionnels et doivent donc se tourner vers des techniques de management spécifiques, notamment celles qui permettent d'évaluer l'impact généré.

Avant d'aborder les différents outils qui se sont développés à cette fin, il semble important de préciser ce que l'on recherche d'abord à mesurer. Selon l'Impact Measurement Working Group



(IMWG)⁴, la définition de l'impact d'une organisation dépendra spécifiquement de ses objectifs et des défis sociétaux qu'elle cherche à relever. De plus, cette définition évoluera, au fur et à mesure que l'investissement progresse, que de nouvelles mesures sont appliquées, que des changements sont apportés (Social Impact Investing Taskforce, 2014). La chaîne de valeur d'impact (*impact value chain*), représentée dans la figure ci-dessous, est une méthode qui permet notamment de reconnaître la progression naturelle d'un investissement, depuis les ressources (inputs) qui ont été mobilisées pour le projet, jusqu'à l'impact global qui découle des résultats obtenus (Reeder, Colantonio, Loder, & Jones, 2015).

Pour illustrer cette notion d'impact, prenons l'exemple d'un vendeur de moustiquaires dans les pays sous-développés. De nombreux investisseurs d'impact pourraient se contenter de mesurer les activités ou les outputs (comme le nombre de moustiquaires vendus). Or, il ne s'agit pas de la réelle plus-value apportée à la société ou à l'environnement, à savoir la diminution de la malaria chez les clients ciblés. Pour refléter au mieux l'impact généré, cette étude devrait impliquer un groupe de travail dont la mission serait de comprendre les conséquences sur la santé publique des régions concernées, si l'entreprise ne leur avait pas vendu les moustiquaires (O'Donohoe et al., 2010). L'évaluation rigoureuse, de l'impact, comme illustré dans cet exemple, est donc coûteuse et demande un temps considérable dans la pratique. Ceci explique en grande partie la volonté des investisseurs de concilier une évaluation rigoureuse tout en adoptant une approche simple et efficace. Pour équilibrer ces différents besoins, de nouveaux outils se sont développés au cours des années, dans le but d'harmoniser les pratiques et ainsi favoriser l'émergence du marché de l'*impact investing* :

Initiés par la Fondation Rockefeller, le Acumen Fund⁵ et les B Lab⁶ en 2009, les Impact Reporting and Investment Standards (IRIS) sont une base, de près de 450 indicateurs, qui visent à mesurer la performance des pratiques et activités des entreprises sociales évaluées (Alix & Baudet, 2014). Cette approche vise à réduire les coûts de transaction et à améliorer la capacité des investisseurs à comprendre l'impact qu'ils génèrent, à travers leurs investissements. Elle répond donc à un obstacle majeur à la croissance de l'industrie de l'investissement responsable :

⁴ The Impact Measurement Working Group a été créé en juin 2013 dans le cadre du Social Impact Investment Taskforce, établi sous la présidence britannique du G8. Il visait à élaborer des lignes directrices sur la mesure de l'impact à l'intention des investisseurs.

⁵ Acumen Fund est un fonds d'investissement à but non lucratif qui recueille des dons de charité pour faire des placements en actions dans des entreprises en démarrage, qui fournissent un produit ou un service aux pauvres.

⁶ B Lab est une organisation à but non lucratif qui a créé la certification B Corp, octroyée aux sociétés commerciales (à but lucratif) répondant à des exigences sociétales et environnementales, de gouvernance ainsi que de transparence envers le public.

le manque de comparabilité et de crédibilité quant à la façon dont les fonds définissent, suivent et publient le rendement social de leurs investissements (O'Donohoe et al., 2010). Une fois les rapports rédigés, ils sont alors enregistrés dans l'ImpactBase, base de données gérée par le Global Impact Investing Network (GIIN)⁷, qui regroupe de nombreux fonds d'investissement dans le monde, de manière à centraliser toutes les données relatives aux investissements à impact.

Des efforts ont également été apportés, dans la création d'un outil de rating qui permet une analyse extra-financière des investissements. A partir des données de l'IRIS ou d'un certificateur indépendant, le Global Impact Investment Reporting Standards (GIIRS) fournit des notations simples et comparables de l'impact social d'un investissement et établit un score dans quatre domaines distincts : la gouvernance, les employés, la communauté et l'environnement. Par ailleurs, cet outil permet de mobiliser de nouvelles ressources importantes auprès d'investisseurs qui s'intéressent à l'impact mais n'ont pas l'expertise nécessaire que pour développer leur propre méthodologie d'évaluation de l'impact.

De nombreuses autres méthodes peuvent être adoptées, notamment celle du Social Return On Investment (SROI), souvent mentionnée dans les ouvrages parcourus. Il s'agit ici d'un outil dérivé du Return on Investment (ROI), tel qu'il est utilisé par les investisseurs traditionnels. Le SROI décrit l'impact social des activités d'une entreprise en unité monétaire, relatif à l'investissement nécessaire pour créer cet impact et à l'exclusion de son rendement financier pour les investisseurs (Lingane & Olsen, 2004).

Même si ces pratiques sont préconisées par un bon nombre d'acteurs du secteur de *l'impact investing*, d'autres semblent plus prudents quant à savoir, si ces outils standardisés surmonteront les obstacles liés à la prise en compte adéquate du contexte et de la reconnaissance de la valeur réelle des effets systémiques indirects à long terme (Reeder, 2015). Ils adoptent alors une méthode plus qualitative, dite « au cas par cas », de manière à prendre en compte l'avis et le jugement des différentes parties prenantes du projet.

Appui non financier

Une autre particularité de l'investissement à impact, soulevée plusieurs fois dans la littérature, concerne la volonté des investisseurs de s'impliquer, non seulement financièrement, dans l'organisation qu'ils soutiennent. En effet, de nombreux acteurs désirent entretenir une relation

⁷ Le Global Impact Investing Network est une organisation à but non lucratif dédié à la mise à l'échelle de *l'impact investing* et son efficacité à travers le monde.

étroite et concrète avec l'organisation à but social, conduisant à des modèles innovants et évolutifs de changement social (OCDE, 2015). Certains d'entre eux demandent un siège au conseil d'administration de ces organisations et, la plupart sont plus impliqués aux niveaux stratégique et opérationnel.

Instruments financiers

Comme mentionné à plusieurs reprises, le marché de l'*impact investing* rassemble une variété de profils d'investisseurs, caractérisés par des risques individuels et des attentes de rendement différents. Selon certains auteurs, une simple transposition des outils de financement du secteur traditionnel aux entreprises sociales ne suffit pas (Noya, 2009). En effet, étant donné que les instruments financiers doivent répondre, d'une part, aux besoins des investisseurs, et d'autre part, aux besoins de financement des bénéficiaires, les impact investors sont encouragés à proposer des produits d'investissement innovants, adaptés et souvent hybrides (Brandstetter & Lehner, 2015). Deux particularités dans l'application de ces instruments financiers sont relevées par la majorité des auteurs. La première concerne l'importance d'adopter une vision long terme, on parlera alors de « capital patient », pour décrire les investissements réalisés sur une durée de cinq à huit ans. La deuxième porte sur l'intérêt de fournir des instruments dont les exigences sont conformes aux structures juridiques des organismes, notamment des coopératives pour lesquelles la propriété est une préoccupation clé (Evenett & Richter 2011 ; Mendell & Nogales 2011). Cette seconde thématique fera d'ailleurs partie de l'objet de notre troisième chapitre.

A propos des différents types d'instruments utilisés par les acteurs de l'*impact investing*, ils peuvent inclure, tout comme dans la finance traditionnelle, des subventions, des prêts, des garanties, des quasi-fonds propres, des obligations et des fonds propres. Les conditions auxquels ils sont octroyés peuvent néanmoins différer du secteur classique, en fonction des investisseurs et de leurs exigences. Outre les investissements monétaires, l'*impact investing* intègre, dans ses catégories d'investissement, les actifs réels. Qu'il s'agisse de biens matériels, de terres agricoles ou d'infrastructures, ces projets nécessitent, généralement, des capitaux importants et sont plus appropriés pour les investisseurs institutionnels qui obtiennent directement une garantie sur leur investissement (Rodin & Brandenburg, 2014).

Un exemple d'innovation financière dans le secteur est le *Social Impact Bond* (SIB) ou l'obligation à impact social. Cet instrument financier met en place un partenariat public-privé qui vise à résoudre des problèmes sociaux que les pouvoirs publics, seuls, ne sont pas en mesure de régler. Il fonctionne de la sorte que l'Etat rémunère l'intermédiaire du secteur privé en

fonction du degré des objectifs obtenus, définis au préalable. Cette rémunération financière est ajustée en fonction du risque et n'est versée que si les objectifs sont atteints. De cette façon, l'Etat accepte de payer, en contrepartie, des économies d'échelle qu'ils réalisent grâce aux résultats obtenus. Jusqu'ici le marché a été dominé par des fondations philanthropiques dont la mission sociale est étroitement liée (Brandstetter & Lehner, 2015). Les investisseurs institutionnels, eux, ne se sont pas encore réellement intéressés au modèle car ils encourent le risque de perdre l'entièreté de la somme investie, dans le cas où la performance attendue n'est pas atteinte. Lehner et Nicholls (2014) suggère d'allouer des garanties par le gouvernement et les fonds venture philanthropiques de manière à inciter davantage d'investisseurs privés.

Malgré les nombreuses possibilités de financement, un déséquilibre entre l'offre et la demande, de capitaux propres, tant au stade de démarrage qu'au stade de croissance, est relevé par de nombreux chercheurs (Evenett & Richter 2011). Ces derniers observent un développement du marché axé sur l'offre qui prône la satisfaction des besoins des investisseurs plutôt que la construction d'outils adaptés aux besoins et limites des bénéficiaires (Mendell & Barbosa, 2013). Du côté de l'emprunt, l'offre dépasse, très souvent, la demande ce qui peut menacer la viabilité financière des entreprises qui se voient endettées et dans l'incapacité de se consolider, en raison de l'indisponibilité de capitaux patients sur le marché (Noya, 2009).

Annexe VII : Différentes approches de financement du spectre d'investissement social

Venture philanthropy

Cette nouvelle forme de philanthropie reflète un changement d'orientation de la part des fondations et associations caritatives qui s'intéressent, désormais, aux techniques utilisées dans le capital risque⁸, afin de les adapter au soutien qu'elles apportent aux entreprises sociales. Selon de nombreux auteurs, ce changement de comportement peut s'expliquer par le rôle limité que peuvent apporter les philanthropes au financement de ces entreprises. Letts (1997) explique que de nombreux programmes sociaux se retrouvent avec un impact limité et des perspectives incertaines parce que les fondations assument un rôle de surveillance plutôt qu'un rôle de partenariat. Les philanthropes sont, en effet, souvent réduits au simple rôle de donateurs alors qu'en réalité, ils ont le potentiel de stimuler à grande échelle le progrès social (Bammi & Varna, 2014). C'est dans ce contexte que le modèle du capital-risque, reconnu pour sa capacité à alimenter en capital de démarrage et en outils de gestion des entreprises à haut risque, peut venir en aide aux pratiques philanthropiques (Letts, 1997). Les acteurs de la *venture philanthropy* combine, dès lors, le meilleur de ces deux démarches dans le but de soutenir des entreprises sociales de manière durable pour qu'elles puissent croître et devenir autonome financièrement (Scarlata & Alemany, 2012).

Le débat sur la notion de sortie semble cependant engager un certain désaccord entre les acteurs de la *venture philanthropy*. Certains refusent d'appliquer une quelconque stratégie de sortie en argumentant que celle-ci pourrait porter préjudice au projet et l'empêcherait d'atteindre ses objectifs à long terme. Néanmoins, d'autres affirment qu'une sortie reflète la capacité d'une organisation à réaliser des retours sociaux et économiques sur leurs investissements (Bammi & Varna, 2014). De manière générale, les investisseurs espèrent que le modèle économique des organisations qu'ils soutiennent puisse persister à long terme. Le remboursement du capital varie, quant à lui, en fonction de la stratégie d'investissement des *venture philanthropes*.

Pour conclure, les pratiques de la VP se rapprochent de celles de l'*impact investing* car elles mettent, toutes deux, l'accent sur un engagement fort auprès des entreprises ciblées, notamment par le biais de services financiers et non financiers, pour les aider à atteindre une viabilité financière et des objectifs sociaux (Toniic XX). Elles se différencient néanmoins par leurs

⁸ Le capital-risque est un investissement, généralement sous la forme d'une prise de participation, apporté au profit d'une jeune entreprise par des investisseurs.

objectifs en matière de risque et de retour financier. En effet, les *venture philanthropes* ont tendance à vouloir générer un impact, sans pour autant qu'un rendement ne soit attendu en contrepartie (Bradenburg & Rodin, 2014). Les *impact investors*, eux, montrent leur intention de générer un rendement financier et ont une tolérance au risque relativement plus faible, ils se tournent donc plus rapidement vers des entreprises qui ont déjà fait leurs preuves. Selon le rapport de l'OCDE⁹ (2015), la présence d'un acteur de la VP au démarrage du projet permet de diminuer le risque par la suite, pour laisser place à d'autres investisseurs qui recherchent des projets financièrement viables.

Finance solidaire

La finance solidaire désigne, pour sa part, l'offre de financement mise en place pour répondre aux besoins des entreprises de l'Economie Sociale et Solidaire¹⁰. Selon le Labo de l'ESS, « *les finances solidaires sont constituées de circuits financiers reliant, d'une part, des investisseurs (personnes physiques ou morales) souhaitant utiliser leur argent de manière responsable et, d'autre part, des activités utiles à la cohésion sociale, à la lutte contre l'exclusion ou au développement durable.* » (Le Labo de l'ESS, 2013, p.4).

En réalité, l'une des principales ressources sur laquelle les financeurs solidaires peuvent compter est l'épargne citoyenne. En Belgique, environs 256,8 milliards d'euros reposent sur les livrets d'épargne bancaires qui proposent, à l'heure actuelle, un taux historiquement bas (XX). Les citoyens ont, désormais, la possibilité de placer leur argent, dans une épargne solidaire dont l'entièreté ou une partie sera dédiée à des entreprises à forte utilité sociale ou environnementale. Ces produits d'épargne répondent notamment à un manque de transparence dans le secteur bancaire classique et ont, dès lors, la possibilité d'obtenir une labélisation qui certifie les bonnes pratiques des entreprises financées.

En contrepartie de leur placement, les épargnants reçoivent une double rentabilité : non seulement ces produits leur permettent de faire fructifier leur argent mais, également, de participer aux enjeux de société tels que l'insertion par l'emploi, le logement social, l'agriculture biologique, les énergies renouvelables, la solidarité internationale, ... (OCDE,

⁹ L'Organisation de coopération et de développement économique (OCDE) a été fondée en 1961 pour gérer l'aide américaine d'après-guerre (plan Marshall). L'OCDE regroupe plus d'une trentaine de pays et sa mission est de promouvoir les politiques qui amélioreront le bien-être économique et social partout dans le monde.

¹⁰ L'Économie Sociale et Solidaire « *regroupe l'ensemble des structures économiques dont le statut, l'organisation, le fonctionnement et l'activité sont basés sur les principes de la solidarité, de l'équité et de l'utilité sociale. Ces structures ont notamment pour objectif de favoriser la création d'emplois dans une perspective d'insertion et/ou réinsertion, ainsi qu'une plus grande cohésion sociale.* » (E-RSE, n.d.)

2009). Le rendement financier de l'épargne n'est toutefois pas le premier moteur d'engagement des épargnants solidaires qui souhaitent, avant tout, donner du sens à leur placement et en assurer leur sécurité. Ils sont d'ailleurs prêts à « sacrifier » une partie de leur rémunération et mobiliser leur argent, sur du long terme, afin de soutenir la finalité des projets de manière durable (Le Labo de l'ESS, 2013).

Deux types d'intermédiaires sont identifiés dans l'écosystème de la finance solidaire : d'une part, les acteurs dédiés à cette forme de financement (associations, sociétés coopératives de capital-risque ou financières, foncières, clubs d'investisseurs...) qui relient les épargnants à des projets à forte plus-value sociale, environnementale ou culturelle. D'autre part, les banques, assurances, mutuelles et sociétés de gestion assurent la commercialisation et la gestion de produits solidaires et font parvenir l'argent collecté aux acteurs spécifiques (Finansol, n.d.). Par ailleurs, la finance solidaire intègre un troisième canal qui se fait en direct, c'est-à-dire en souscrivant directement au capital d'entreprises solidaires.

Tout comme la VP et l'*impact investing*, le financement solidaire propose un financement accompagné qui se traduit, notamment, par la mise à disposition d'expertises de professionnelles, de formations et de mises en réseau. Néanmoins, peu d'auteurs soulignent les différences qui distinguent réellement cette forme de financement de l'*impact investing*. Selon Guézennec et Malochet (2013), la finance solidaire s'apparente, en partie, à l'investissement à impact, seulement si celui-ci se réfère au financement de l'ESS. Les auteurs expliquent que l'épargne solidaire est simplement une autre manière d'aborder l'*impact investing*.

Impact investing

Nous avons relevé au début de ce chapitre les différentes caractéristiques propres à l'*impact investing*. Afin de comprendre au mieux son positionnement dans le spectre d'investissement social, une classification des pratiques a été créée par le Monitor Institute qui relève deux catégories d'investissement à impact (Freirich & Fulton, 2009).

D'une part, les investisseurs « impact first » ont l'intention d'optimiser leur impact social ou environnemental avec un objectif de rendement financier secondaire. Cette catégorie d'investisseurs est prête à fournir du financement à des organisations qui ne sont pas en mesure de générer des rendements similaires à ceux du marché. Selon Rangan et ses collaborateurs (2011), ces investisseurs sont prêts à prendre un risque considérable tout en renonçant au rendement approprié.

D'autre part, les investisseurs « finance first » cherchent à maximiser leur rendement financier, avec un objectif d'impact social ou environnemental secondaire. Cette catégorie se réfère principalement aux banques, aux fonds de pension, aux fonds souverains et aux institutions de financement du développement qui désirent obtenir des rendements financiers compétitifs, par le biais d'investissements qui offrent la possibilité d'atteindre un impact positif sur la société (Freirich & Fulton, 2009). Ces acteurs, de par leurs obligations fiduciaires¹¹, ne sont pas en mesure de faire quelque concession quant au rapport entre le risque et rendement de leurs investissements.

Quant aux organisations ciblées par l'*impact investing*, nous constatons deux grandes écoles de pensée dans la littérature. La première limite l'investissement à impact, à des organisations non-cotées qui placent leurs objectifs sociaux, au-dessus de la maximisation du profit et dont les excédents sont donc principalement réinvestis, pour réaliser la mission de l'organisation (Brown & Swersky, 2012). La deuxième école de pensée refuse de prendre en compte les caractéristiques organisationnelles et ne considère que l'impact à atteindre à travers l'investissement (Höchstädter & Scheck, 2014). La priorité de l'investisseur au regard de l'impact, le positionnera dans une des deux catégories identifiées par le Monitor Institute.

Investissement socialement responsable

Dans l'optique du modèle « finance first », s'inscrit également l'investissement socialement responsable (ISR). Les Principes des Nations Unies pour l'investissement responsable définissent l'ISR comme « l'intégration des critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG), dans les pratiques courantes de prise de décision et de propriété en matière d'investissement » (Sandberg et al. 2009, p. 522). Cette forme d'investissement a particulièrement pris de l'ampleur ces dernières années, notamment depuis l'essor de la responsabilité sociétale des entreprises (Revelli, 2013).

Jusqu'à récemment, l'ISR se référait exclusivement au filtrage ou *screening* négatif, c'est-à-dire au rejet, dans le processus de sélection des entreprises produisant des biens nuisibles à l'environnement ou en violation aux droits humains. Aujourd'hui, le marché de l'ISR a évolué et est souvent présenté comme le passage d'un investissement « éthique » à un « investissement conscient » (Noya, 2009). On parle alors de *positive screening* ou de *best in class* pour décrire

¹¹ Une obligation fiduciaire est « l'obligation d'une personne ou d'une institution qui devrait remettre à son bénéficiaire ultérieurement les biens qu'un tiers lui a demandé d'administrer. C'est le transfert de propriété, mais soumis à des conditions d'échéance et d'utilisation » (Bretagne Ecologie, n.d.).

la volonté des investisseurs à promouvoir la durabilité de leurs investissements, en sélectionnant des entreprises qui sont les meilleures dans leur catégorie.

Dans l'ensemble des textes analysés, le SRI est généralement perçu comme étant une démarche distincte de l'impact investing pour plusieurs raisons (Höchstädter & Scheck, 2014). Premièrement, l'*impact investing* est considéré comme une démarche plus proactive et ciblée en termes d'objectifs sociaux. Elle va, en effet, au-delà de la sélection négative ou positive des investissements ou même de l'intégration des critères ESG. Ensuite, les deux pratiques se différencient par la nature et la taille de leurs investissements. Alors que les fonds ISR se concentrent majoritairement sur les grandes entreprises cotées en bourse, les structures d'investissement à impact ont tendance à cibler des plus petites entreprises, dont le modèle économique n'a pas toujours fait ses preuves. Enfin, les investisseurs qui poursuivent une stratégie ISR attendent des rendements similaires à ceux du marché, ce qui n'est pas toujours le cas dans l'*impact investing*.

Annexe VIII : Processus d'investissement

Le processus d'investissement, représenté ci-dessous par l'EVPA¹² (Balbo, Boiardi, Hehenberger, Mortell, Oostlander & Vittone, 2016), nous permet de mieux appréhender les méthodes de ces fonds d'investissement ainsi que leurs objectifs, différents en fonction de leur stratégie.



Tout d'abord, les investisseurs établissent un premier filtrage, appelé *deal screening*, qui consiste à déceler les opportunités de chaque projet et à éliminer ceux qui ne remplissent pas les critères standards de sélection. Cette étape vise donc à évaluer si l'investissement potentiel s'inscrit dans la stratégie du fonds et, à s'assurer de l'alignement des objectifs d'impact et de rendement des deux parties prenantes.

Ensuite, un examen plus détaillé est réalisé lors de la deuxième étape, nommée *due diligence* qui déterminera la décision finale d'investissement. Une fois le projet présenté au comité d'investissement, l'investisseur et l'entreprise sociale doivent, alors, négocier les différentes modalités qui structurent l'investissement (*deal structuring*). Nous avons identifié, dans la littérature, différents termes de négociations auxquels doivent s'accorder les deux parties (OECD, 2015 ; Balbo et al., 2016) :

Valorisation de l'entreprise. Il s'agit d'un élément clé lors de la négociation du contrat d'investissement. La valorisation consiste à calculer la valeur financière de l'entreprise et détermine la valeur à laquelle l'investisseur pourra se retirer du capital. La négociation devra déterminer si la sortie se fondera sur des valeurs nominales ou des valeurs marchandes¹³ (OCDE, 2015).

Paiement du dividende. Outre la plus-value éventuelle lors de la sortie, le dividende perçu chaque année est également un élément clé du rendement financier attendu par l'investisseur

¹² L'European Venture Philanthropy Association (EVPA) est une communauté d'organisations qui veulent créer un impact sociétal positif par le biais du venture philanthropy.

¹³ La valeur nominale fait référence à la valeur fixée lors de l'émission du titre financier et reste inchangée au fil du temps. Au contraire, la valeur marchande se rapporte au prix réel que les investisseurs paient pour le titre financier et fluctue en fonction de la valeur de marché.

(OECD, 2015). La négociation dépendra d'une part, de la politique d'affectation de l'entreprise concernée et d'autre part, de l'exigence financière de l'investisseur.

Droit de vote et de contrôle. Afin de pouvoir influencer les décisions stratégiques de l'entreprise, l'investisseur demande généralement une place, au sein du Conseil d'Administration (Balbo et al., 2016 ; OECD, 2015). Outre l'accompagnement et la mise en réseau, la place d'administrateur reflète la volonté des investisseurs d'apporter un appui non-financier à l'entreprise soutenue. Les conditions sous lesquelles l'investisseur pourra exercer son pouvoir, dépendront de son droit de vote, négocié par les deux parties.

Mesure de l'impact. Etant donné que le retour financier n'est pas la seule motivation des investisseurs à être impliqués dans des projets à vocation sociale, la mesure de l'impact a tout autant son importance dans la négociation du contrat. Il est question ici de s'aligner sur la méthode de suivi à intégrer dans la gestion de l'organisation, de définir les différents indicateurs, de développer des outils spécifiques et d'attribuer à chaque partie prenante ses responsabilités.

La sortie. Plusieurs scénarios de sortie peuvent être envisagés. Si les réserves accumulées de l'entreprise lui permettent de devenir indépendant financièrement, de maintenir ses activités économiques tout en améliorant son impact, alors l'investisseur peut sortir par une diminution de capital. Dans le cas inverse, le choix d'un acheteur devient indispensable. L'investisseur décidera donc par quel moyen et au profit de quel investisseur il se désengagera, en prenant en compte non seulement le rendement financier mais aussi social. Afin de permettre un maintien durable de l'impact social lors de la sortie, l'adéquation des objectifs des nouveaux investisseurs potentiels avec ceux de l'entreprise est un élément essentiel. L'attention sera particulièrement portée sur leur position quant à la mission sociale qu'ils soutiennent, le rendement financier qu'ils attendent ainsi que le désir d'influence et le niveau d'engagement qu'ils souhaitent assurer. Les auteurs qui se sont intéressés à la sortie de ces fonds d'investissement soulignent néanmoins leur difficulté à réaliser une telle opération. D'ailleurs une enquête menée par J.P. Morgan montre que, sur 146 investisseurs sondés, 115 ont relevé cette difficulté comme un obstacle majeur au développement de cette forme d'investissement à double rendement (Saltuk & El Idrissi, 2015).

La négociation de ces différentes parties du contrat a pour but d'éviter tout obstacle ou surprise par la suite. Lorsque qu'un accord a été atteint, la gestion de l'investissement (*investment management*) est alors axée sur plusieurs dimensions, prédéfinies lors du *deal structuring*.

Annexe IX : Bibliographie

Articles scientifiques

- Alix, N., Baudet, A. (2014). La mesure de l'impact social : facteur de transformation du secteur social en Europe, *CIRIEC Working Paper*, n°2014/15.
- Bammi, R., & Verma, A. (2014). Venture Philanthropy: An Emerging Paradigm of Venture Capital. *Vilakshan: The XIMB Journal of Management*, 11(2).
- Boerner, H. (2012). The corporate ESG beauty contest continues: Recent developments in research and analysis. *Corporate Finance Review*, 17(3), 32–36.
- Brandstetter, L., & Lehner, O. M. (2015). Opening the market for impact investments: The need for adapted portfolio tools. *Entrepreneurship Research Journal*, 5(2), 87–107. doi:10.1515/erj-2015-0003
- Brown, A., & Swersky, A. (2012). The First Billion. *A forecast of social investment demand. The Boston Consulting Group, Big Society Capital, London.*
- Clark, C., Emerson, J., Balandina, J., Katz, R., Milligan, K., Ruttman, R. and Trelstad, B. (2012), “Investing for impact: How social entrepreneurship is redefining the meaning of return,” *Credit Suisse Research Institute and Schwab Foundation for Social Entrepreneurship*, pp. 1– 58.
- Emerson, J. (2003). The Blended Value Proposition: Integrating Social and Financial Returns. *California Management Review*, 45(4), 35–51. doi: 10.2307/41166187
- Evenett, R., and K. H. Richter. (2011):. Making Good in Social Impact Investment. *The Social Investment Business*, TheCityUK. UK.
- Guézennec C., Malochet G. (2013). « *L'impact investing pour financer l'économie sociale et solidaire ? Une comparaison internationale* », Commissariat général à la stratégie et à la prospective.
- Höchstädter, A. K., & Scheck, B. (2014). What's in a name: An analysis of impact investing understandings by academics and practitioners. *Journal of Business Ethics*, 132(2), 449–475. doi:10.1007/s10551-014-2327-0
- Lehner, O. M., & Nicholls, A. (2014). Social finance and crowdfunding for social enterprises: A public–private case study providing legitimacy and leverage. *Venture Capital: An International Journal of Entrepreneurial Finance*, 16 (3), 271–286. doi:10.1080/13691066.2014.925305
- Letts, C. W., Ryan, W., & Grossman, A. (1997). Virtuous capital: What foundations can learn from venture capitalists. *Harvard business review*, 75, 36-50.
- Lingane, A. & Olsen, S. (2004) „Guidelines for Social Return on Investment“. *California Management Review*, 46 (3):116-135.
- Louche, C., Arenas, D., & Cranenburgh, K. C. van. (2012). From Preaching to Investing: Attitudes of Religious Organisations Towards Responsible Investment. *Journal of Business Ethics*, 110(3), 301–320. doi: 10.1007/s10551-011-1155-8

- Mendell, M., & Barbosa, E. (2013). Impact investing: A preliminary analysis of emergent primary and secondary exchange platforms. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 3(2), 111–123. doi:10.1080/20430795.2013.776258
- Nicholls, A., (2010) *The Legitimacy of Social Entrepreneurship: Reflexive Isomorphism in a Pre-Paradigmatic Field*. *Entrepreneurship, Theory and Practice*, 34 (4). pp. 611-633.
- Rangan, V. K., Appleby, S., & Moon, L. (2011). The promise of impact investing. *Harvard Business School, Background Note*, (512-045).
- Reeder, N., Colantonio, A., Loder, J., & Jones, G. R. (2015). Measuring impact in impact investing: An analysis of the predominant strength that is also its greatest weakness. *Journal of Sustainable Finance & Investment*, 5(3), 136–154. doi:10.1080/20430795.2015.1063977
- Revelli, C. (2013). L'investissement socialement responsable. Origines, débats et perspectives. *Revue Française de Gestion*, 7(236), 79–92. doi:10.3166/rfg.236.79-92
- Sandberg, J., C. Juravle, T. M. Hedesstrom and I. Hamilton: 2009, 'The Heterogeneity of Socially Responsible Investment', *Journal of Business Ethics* 87, 519–533.
- Scarlata, M., & Alemany, L. (2012). Deal structuring in philanthropic venture capital investments: Financing instrument, valuation and covenants. *Entrepreneurship, Governance and Ethics*. doi:10.1007/978-94-007-2926-1

Ouvrages

- Rodin, J., & Brandenburg, M. (2014). *The power of impact investing: Putting markets to work for profit and global good*. Philadelphia: Wharton Digital Press.

Rapports

- Addis, R., McLeod, J., & Raine, A. (2013). *IMPACT- Australia: Investment for Social and Economic Benefit*. Canberra: Department of Education, Employment and Workplace Relations/JBWere.
- Arosio, M. (2011). *Impact investing in emerging markets*. Singapore: Responsible Research.
- Balbo, L., Boiardi, P., Hehenberger, L., Mortell, D., Oostlander, P., & Vittone, E. (2016). A practical guide to venture philanthropy and social impact investment. Bruxelles: European Venture Philanthropy Association.
- Best, H., & Harji, K. (2013). *Guidebook for impact investors: Impact measurement*. Toronto, ON: Purpose Capital.
- Brandstetter, L., & Lehner, O. M. (2014). *Impact investment portfolios: Including social risks and returns*. Oxford: ACRN Oxford Publishing House
- Brown, A., & Norman, W. (2011). *Lighting the touchpaper. Growing the market for social investment in England*. London: The Boston Consulting Group
- Carmody, L., McCarron, B., Blinch, J., Prevatt, A., & Arosio, M. (2011). *Impact investing in emerging markets*.

- Freireich, J., & Fulton, K. (2009). *Investing for social and environmental impact: A design for catalyzing an emerging industry*. Monitor Institute. Retrieved from http://www.monitorinstitute.com/downloads/what-we-think/impactinvesting/Impact_Investing.pdf
- Harji, K., & Jackson, E.T. (2012). *Accelerating impact: Achievements, challenges and what's next in building the impact investing industry*. The Rockefeller Foundation. Retrieved from <https://www.rockefellerfoundation.org/app/uploads/Accelerating-Impact-FullSummary.pdf>
- Le Labo de l'ESS. (2013). *Propositions pour développer les outils financiers éthiques et solidaires*. Les publications du Labo. Paris. Retrieved from https://www.llelabo-ess.org/IMG/pdf/outils_financiers_solidaires_janvier2013.pdf
- Mendell, M., and R. Nogales. (2011). "Solidarity Finance." Working paper. International Forum on the Social and Solidarity Economy (FIESS), Chantier de l'économie sociale, Canada
- Narain, S., Schmidt, J., Geglio, A., Gelfand, S., & Pease, M. (2012). *Collaborating to harmonize standardized metrics for impact investors*. Chicago, IL/New York, NY: National Community Investment Fund (NCIF)/Global Impact Investing Network (GIIN).
- Noya, A. (ed.) (2009), *The Changing Boundaries of Social Enterprises*, Local Economic and Employment Development (LEED), OECD Publishing, Paris, doi: 10.1787/9789264055513-en.
- O'Donohoe, N., Leijonhufvud, C., Saltuk, Y., Bugg-Levine, & A. Brandenburg, M. (2010). *Impact investments: an emerging asset class*. Washington D.C.: J.P. Morgan, The Rockefeller Foundation, Global Impact Investing Network. Retrieved from <https://thegiin.org/knowledge/publication/impact-investments-an-emerging-asset-class>
- Organisation de Coopération et de Développement Economiques (OCDE). (2015). *Social Impact Investment: Building the evidence based*. Paris: auteur. doi:10.1787/9789264233430-en
- Saltuk, Y., & El Idrissi, A. (2015). *Eyes on the horizon : The impact investor survey*. J.P.Morgan. Retrieved from <https://thegiin.org/knowledge/publication/eyes-on-thehorizon>
- Social Impact Investing Taskforce. (SIITF) (2014). *Measuring impact. Subject paper of the Impact Measurement Working Group*.
- TONIIC. (2016). *Venture philanthropists and impact investors*. A Toniic Institute Report.
- Wong, G. (2012). *Insights and innovations: A global study of impact investing, institutional investors*. San Mateo, CA: Correlation Consulting.

Sites internet

- Alliance Coopérative Internationale. (n.d.c). *Identité cooperative*. Retrieved July 29, 2019 from <https://www.ica.coop/fr/coop%C3%A9ratives/identite-cooperative>

Bretagne Ecologie. (n.d.). *Définition d'une obligation fiduciaire*. Retrieved 6 June 2019, from <http://www.bretagne-ecologie.info/les-obligations/definition-dune-obligation-fiduciaire>

Econosoc. (n.d.). *Qu'est-ce que l'économie sociale ?* Retrieved 30 July, 2019 from <https://www.econosoc.be/economie-sociale>

Finansol. (n.d.). *La finance solidaire. De quoi parle-t-on ?* Retrieved 4 June 2019, from <https://www.finansol.org/de-quoi-parle-t-on/>

Global Impact Investing Network. (n.d.a). *What you need to know about impact investing*. Retrieved 3 March 2019, from <https://thegiin.org/impact-investing/need-to-know/>

R-SE, La plateforme de l'engagement RSE et développement durable. (n.d.). *Économie sociale et solidaire (ESS) : définition, acteurs, réglementation*. Retrieved 6 June 2019, from <https://e-rse.net/definitions/economie-sociale-solidaire-ess-definition/#gs.upoi37>

SPF Finance (2019b). *Les avantages liés à l'agrément des sociétés coopératives*. Retrieved June 16, 2019 from <https://economie.fgov.be/fr/themes/entreprises/creer-uneentreprise/demarches-pour-creer-une/formes-de-societes/societes-cooperatives/agrement/les-avantages-lies-lagrement>

Textes législatifs

Code des Sociétés du 7 mai 1999, publié le 6 août 1999.

Code des Sociétés du 28 février 2019, publié le 1^{er} mai 2019

Annexe X : Echantillonnage du marché belge

	Coopérative 1	Coopérative 2	Coopérative 3	Coopérative 4	Coopérative 5	Coopérative 6
Personne rencontrée	Co-fondateur	Marketing manager	Co-fondateur	Co-fondateur	Co-fondateur	Co-fondateur
Date de la rencontre	8 mai 2019	20 mai 2019	19 juin 2019	17 juin 2019	8 mai 2019	13 mai 2019
Secteur d'activité	Alimentaire	Téléphonie	Bancaire	Mobilité	Santé	Informatique
Agrément ?	Finalité sociale	CNC	CNC	CNC	Finalité sociale	CNC
Taille des activités	Ancrage local	National	National	Régional	National	Régional
Besoins financiers	<500.000 €	>500.000 €	>1 million d'€	>500.000 €	> 1 million d'€	< 500.000 €
Investisseurs	Public, citoyens	Public, citoyens	Citoyens, Institutionnels	Fonds citoyens, public, citoyens,	Citoyens, public	Citoyens, public

	Coopérative 7	Coopérative 8	Coopérative 9
Personne rencontrée	Co-fondateur	Co-fondateur	Ancien co-fondateur
Date	17 juin 2019	18 juin 2019	6 mai 2019
Secteur d'activité	Alimentaire	Alimentaire	Alimentaire
Agrément ?	Aucun	Aucun	Aucun
Taille des activités	Régional	Régional	Régional
Besoins financiers	>500.000 €	>500.000 €	>500.000 €
Investisseurs	Public, citoyens	Fonds d'investissement privé, citoyens	Fonds d'investissement privé, citoyens

Annexe XI : Echantillonnage des fonds d'investissement

	Fonds belge 1	Fonds belge 2	Fonds belge 2	Fonds belge 4	Fonds belge 5
Personne rencontrée	Co-fondateur initiateur	CEO	Investment Associate	Business & Impact Analyst	Directrice
Date de la rencontre	14 juin 2019	29 mai 2019	21 juin 2019	21 juin 2019	26 juin 2019
Type de fonds	Fonds citoyen	Fonds <i>impact first</i>	Fonds <i>impact first</i>	Fonds <i>impact first</i>	Fonds public
Investisseurs	Citoyens	Privés	Privés (familles fortunées)	Institutionnels, privés	Région Wallonne
Cibles	Entreprises à impact social	Entreprises à impact social	Entreprises à impact social	Entreprises à impact social	Entreprises issues de l'économie sociale
Financement de coopératives ?	Oui	Oui	Non	Oui	Oui
Avec agrément ?	Oui, mais pas obligatoire	Non	Non	Oui, tout dépend de la disposition des statuts	Oui, uniquement
Tickets d'investissement	10 000-15 000 €	>300 000 €	600/700 000 à 1,5 millions d'€	50 000 à 400 000 €	30 000 à 200 000 €

Annexe XII : Echantillonnage du marché étranger

	Fonds étrangers 1	Fonds étrangers 3	Fonds étrangers 2	Fonds étrangers 3	Fonds étrangers 4	Fonds étrangers 5
Personne contactée	Directeur général	Directeur général	Co-fondateur	Directeur général	Directeur de l'investissement social	Founding partner
Date de l'entretien téléphonique	28 mai 2019	28 mai 2019	28 juin 2019	7 mai 2019	3 juillet 2019	5 juin 2019
Type de fonds	Fonds hybride	Fonds hybride	Fonds citoyen	Fonds hybride	Fonds <i>impact first</i>	Fonds hybride
Investisseurs	Public, privés et institutionnels	Public, privés et institutionnels	Citoyens	Public, privés et institutionnels	Privés, institutionnels	Public, privés et institutionnels
Cibles	Entreprises de l'économie sociale	Entreprises de l'économie sociale	Entreprises de l'économie sociale	Coopératives	Entreprises à impact social	Entreprises à impact sociale
Financement des coopératives	Oui	Oui	Oui	Oui, en titres participatifs	Oui	Oui

Annexe XIII : Guides d'entretien

GUIDE FONDS D'INVESTISSEMENT

- Quelles sont vos motivations à avoir créé votre fonds d'investissement ?
- Comment se structure-t-il ?
- Dans quel type d'entreprises investissez-vous ?
- Avez-vous déjà financé des coopératives ? Pour quelles raisons ? Quelles sont vos motivations à investir (ou non) dans ce modèle ?
- Quel type de financement offrez-vous ? Private equity ? Quasi equity ? Pourquoi ?
- En tant que fonds d'investissement, quelles sont vos exigences en investissant dans une entreprise (coopérative) ?
- En termes de:
 - Retour financier (dividende et plus-value): quel rendement attendez-vous ? pourquoi ? comment calculez-vous la plus-value à la sortie ? la date de la sortie est-elle convenue contractuellement ? comment la sortie est-elle convenue ?
 - Poids stratégique dans la gouvernance: exigez-vous d'être intégré dans un organe de l'entreprise ? Sous quelles conditions ? (Acceptez-vous le principe de base 1 personne = 1 voix ?)
 - Croissance de l'entreprise: exigez-vous une certaine croissance ? pourquoi ? (sortie ?)
 - Autres exigences ?
- Ces exigences sont-elles les raisons pour lesquelles vous décidez de ne pas investir dans le modèle coopératif ? Il y en a-t-il d'autres ? OU: Le statut juridique belge des coopératives vous permet-il de remplir toutes vos exigences ? Certaines concessions doivent-elles être faites ?
- Quelles sont, pour vous, les opportunités et obstacles en investissant dans ce type de structures ?

GUIDE COOPERATIVE

- Pourquoi avoir choisi la forme coopérative (motivations) ? Avec un agrément ? Pourquoi (pas) ?
- Quelles sont les sources de financement que vous avez été chercher pour le(s) projet(s) ? Pourquoi ? Est-ce différent en fonction des projets ?

Fonds d'investissement privé

- Avez-vous eu l'intention de faire appel à un fonds d'investissement privé pour l'un de vos projets ? Pourquoi ?
- **Si oui,**
- Quelles étaient les exigences du fonds en investissant dans votre coopérative ? Ces exigences correspondent-elles aux objectifs que vous vous êtes fixés au départ ?

En termes de

- Return financier (dividende et plus-value) – quel est le rendement exigé par le fonds ou la plus-value à la sortie ? Comment celle-ci est-elle calculée ?
 - Poids stratégique dans la gouvernance – quelle place prend le fonds d'investissement dans la décision stratégique ? Est-il obligatoirement dans un organe de gestion ? Sous quelles conditions ? Compatible avec les principes fixés par la coopérative ?
 - Croissance de la coopérative – pression sur une croissance organique ? quels sont vos objectifs de croissance ?
 - Autres exigences ?
- Les avez-vous acceptées ? Pourquoi ? Avez-vous dû adapter vos statuts pour répondre aux exigences du fonds ?
 - Quels sont les changements ? Pensez-vous vous être éloignés de votre mission de départ ?
 - **Si non,** vers quel type d'investisseur vous êtes-vous tournés ?
 - Quelles sont, pour vous, en tant que coopérative, les opportunités et obstacles à faire appel à ce type d'investisseur ?
 - Selon vous, quels sont les modèles de financement les plus adéquats aux objectifs/missions des coopératives ? L'offre de financement est-elle complète en Belgique ?

- Quels sont, selon vous, les impératifs pour qu'un projet coopératif puisse être pérenne? (Dynamique citoyenne, alignement des missions, ancrage local, affectation du surplus au bénéfice du projet). Ces conditions sont-elles compatibles avec les objectifs d'un fond d'investissement ?

Annexe XIV : Méthodes des fonds d'investissement belges

	Fonds 1	Fonds 2
Structure du fonds	<ul style="list-style-type: none"> • Fonds citoyen, sous forme de coopérative agréée CNC • Aucun retour financier promis aux coopérateurs, dividende limité à 6 % • Frais de fonctionnement couvert par un subside jusqu'à présent • Coopérateurs impliqués dans les décisions d'investissement, accent sur l'intelligence collective 	<ul style="list-style-type: none"> • Fonds d'impact first regroupant des investisseurs professionnels qui investissent des montants conséquents • Aucun retour financier promis aux investisseurs, à priori au moins le remboursement du capital et l'inflation, pas de garantie • Frais de fonctionnement partagé avec une structure bancaire d'ESS, appui sur une équipe de bénévoles
Cibles	Entreprises à impact social/environnemental, y compris les coopératives à FS et agréées CNC	Entreprises à impact social/environnemental, y compris les coopératives agréées CNC (finalité sociale exclue).
Tickets d'investissement	Pour le moment, petits tickets d'investissement en fonction du nombre de coopérateurs et de leur montant d'investissement. Volonté de rester minoritaire	Investissement entre 50 000 et 400 000 €, peut se faire en plusieurs fois mais toujours de manière minoritaire. Volonté de rester minoritaire
Durée de l'investissement	Investissement sur le long terme, au minimum 7 ans	Capital patient entre 6 et 10 ans
DROITS DE PROPRIÉTÉS		
Droit de transfert	Sorties non définies Petits montants – Risque de transfert moins important	Sorties non définies Possibilités de sorties « hybrides », au fur et à mesure de la croissance – rachat des parts
Droit de vote	« On respecte ce qu'il y a dans les statuts, le but ce n'est pas de casser ce que l'entreprise a mis en place pour protéger nos intérêts »	Attention particulière portée à la gouvernance participative qui doit correspondre à celle de l'ADN de l'ESS Place souhaitée dans le CA pour suivre les projets et s'assurer que la mission soit respectée
Droit au revenu	Contrainte financière de 6 % acceptée Possibilités d'investissement dans des entreprises dont la mission sociale est au cœur du projet et qui n'ont pas de limitation financière.	Renseignement sur les différentes sorties possibles et sur la valorisation Equilibre financier souhaité dans le portefeuille
Droit de liquidation	/	/

	Fonds 3	Fonds 4
Structure du fonds	Fonds d' <i>impact first</i> structuré de la sorte : 4 à 6 % exigés par les investisseurs (familles fortunées) 3 % de frais de fonctionnement – 2 % pour les éventuelles faillites	Fonds d' <i>impact first</i> créé à l'initiative de familles belges, hollandaises et de fondations Capital de 7 millions d'euros Objectif IRR interne du fonds de 7 %
Cibles	Entreprises à impact social et/ou environnemental issues du secteur agro-alimentaire, avec un business model pérenne Modèle coopératif permet d'impliquer les parties prenantes et la variabilité du capital	Entrepreneurs sociaux, créateurs d'entreprises qui ont pour vocation de créer un impact sociétal qui soient mesurable et significatif tout en ayant un business model pérenne sur le long Diversification des secteurs d'activité Impact européen recherché
Tickets d'investissement	Minimum 300 000 € Volonté de rester minoritaire	De 600/700 000 à 1,5 millions d'€ Volonté de rester minoritaire
Durée de l'investissement	Entre 5 et 10 ans	Entre 6 et 8 ans
DROITS DE PROPRIÉTÉ		
Droits de transfert	Rencontre de difficultés à trouver des partenaires qui reprendraient leurs participations	Possibilité de sortie inexistante – pas d'intérêt pour le modèle
Droit de vote	Une part – Une voix Représentation au CA statutairement	Une part – Une voix Représentation au CA statutairement
Droit au revenu	Pas d'attente de dividende Plus-value en fonction des cash-flows futurs	Pas d'attente de dividende IRR de 15-20 %
Droit à la plus-value	Plus-value calculée sur les cash-flows	Plus-value calculée sur les cash-flows
Droit de liquidation	/	/

Annexe XV : Méthodes des deux fonds d'investissement québécois

	Fonds philanthropique	Fonds hybride
Structure du fonds	Capitalisation majoritairement de fondations et d'institutions financières Lever financier du Gouvernement : 1 dollar pour chaque dollar récolté du privé Aucun rendement financier	Capitaux obtenus auprès de grands acteurs du secteur privé et de fonds de travailleurs Subvention de l'État permet l'absorption des pertes éventuelles des investisseurs et l'offre d'un rendement plus intéressant Réduction du coût de capital de 6 % à 3 %
Cibles	Entreprises de l'économie sociale et solidaire	Entreprises de l'économie sociale et solidaire 80 % des investissements réalisés dans l'immobilier
Tickets d'investissement	Petite capitalisation, aux alentours de 50.000 €	300.000 € à 1.5 millions d'€.
Durée de l'investissement	Jusqu'à 5 ans	Jusqu'à 5 ans
DROITS DE PROPRIÉTÉ		
Droit de transfert	Pas de transfert des parts	Pas de transfert des parts
Droit de vote	Pas d'implication dans le CA S'assurent de la bonne composition du CA	Pas d'implication dans le CA S'assurent de la bonne composition du CA
Droit de revenu	Taux fixe de 8 %, sans garantie Objectif : Mettre le moins de pression sur la trésorerie et le fonds de roulement	Taux fixe de 8 %, avec garantie Objectif : Mettre le moins de pression sur la trésorerie et le fonds de roulement
Droit à la plus-value	Pas de plus-value – remboursement du capital + intérêts	Pas de plus-value – remboursement du capital + intérêts
Droit de liquidation	Mise en place d'une réserve impartageable	Mise en place d'une réserve impartageable

