CGAP

CGAP Note du

Août 2007

Le processus de décision des IMF en matière de structure du capital : pour une approche plus réfléchie et plus méthodique

Les institutions de microfinance (IMF) ont aujourd'hui à leur disposition un éventail toujours croissant de sources de financement. Cela permet une plus grande diversification des ressources, mais rend plus complexes les décisions relatives à la structure de capital. On a pu observer récemment plusieurs opérations sophistiquées de financement d'IMF : titrisations, émissions obligataires sur le marché local, premier investissement en capital-risque à grande échelle dans une IMF et première introduction en bourse d'une IMF. En outre, lorsque leurs statuts le permettent, un grand nombre d'IMF intègrent à leur stratégie de financement des campagnes massives de mobilisation de l'épargne publique. Le CGAP et la Fondation Grameen viennent de réaliser une enquête auprès de dirigeants d'IMF afin de mieux comprendre les processus de décision des IMF en termes de structure du capital dans un contexte où les options de financement sont de plus en plus nombreuses.1

On ne sera pas surpris de constater que la priorité principale des dirigeants d'IMF est d'obtenir le coût de financement le plus bas. L'enquête révèle toutefois que ces responsables ne parviennent pas à évaluer exactement le coût global réel. Ils ne procèdent pas non plus à des comparaisons éclairées de toutes les options de financement. Une analyse incomplète ou erronée des coûts monétaires et non monétaires peut réduire les bénéfices, ou donner lieu à des emprunts non justifiés ou à une prise de risque de change excessive. La présente Note du CGAP résume les observations de l'enquête et offre des recommandations sur les approches que nous pouvons adopter dans un but d'optimisation du bilan des IMF.2

L'endettement : les IMF se livrent-elles à un calcul du coût intégral de tous les types d'emprunts ?

Une IMF ne peut définir son schéma optimal d'emprunt — qu'il s'agisse de recourir à des prêts ou des obligations, de mobiliser des capitaux locaux ou étrangers — qu'en incorporant dans son analyse de nombreux facteurs : coûts complets, échéances, devise dans laquelle sont libellés les fonds considérés, garanties exigées, clauses restrictives et pénalités, sans parler de la prise en compte des objectifs de diversification et d'accès futur. L'enquête a révélé que le processus de décision en matière d'endettement est fondé essentiellement sur le prix : rares étaient les responsables d'IMF qui pouvaient citer beaucoup des variables ayant un impact sur le coût d'endettement ou qui les prenaient toutes en considération lors de la sélection des sources de financement. En particulier, ils étaient très peu nombreux à pouvoir calculer correctement le risque de dépréciation monétaire lorsqu'ils comparaient les taux d'intérêt associés à différentes devises. Rares aussi étaient ceux qui incorporaient à leurs calculs le coût de couverture du risque de change.

Il est clair que les emprunts libellés en devises fortes étrangères paraissent souvent moins coûteux qu'un emprunt local car ils affichent des taux d'intérêt nominaux moins élevés. Pourtant, même lorsque l'emprunt à l'étranger était libellé dans la devise locale, les responsables considéraient l'endettement à l'étranger comme meilleur marché que l'endettement domestique. Les emprunts à l'étranger peuvent offrir des échéances plus longues et un taux d'intérêt moindre. En outre, ils exigent moins de garanties que les emprunts sur le marché local, car les investisseurs étrangers sont plus familiers du risque propre aux IMF ou parce qu'ils

[Notes de bas de page]

1 L'enquête comportait des interviews détaillées par téléphone des dirigeants de 16 IMF situées dans 14 pays d'Amérique latine, du Moyen-Orient et d'Afrique du nord, d'Asie du sud, d'Asie orientale et du Pacifique, d'Afrique subsaharienne et d'Europe orientale et d'Asie centrale. Les organisations participant à l'enquête comprenaient des ONG (7), des institutions financières non bancaires (6), des banques de microfinance agréées (2) et une banque rurale (1). Plusieurs des IMF avaient atteint des étapes différentes de transformation institutionnelle. La moitié des IMF interrogées mobilisaient l'épargne et utilisaient les dépôts pour financer les prêts qu'elles accordaient.

2 Étant donné le faible nombre, à ce jour, d'émissions obligataires et de titrisations dans le domaine de la microfinance, l'enquête n'a obtenu que peu d'informations sur la manière dont sont évaluées et sélectionnées ces options de financement.

procèdent d'une motivation sociale en vertu de laquelle ils peuvent décider d'accepter des conditions moins rigoureuses que celles qui leur assureraient le maximum de profit. (Par ailleurs, les prêteurs étrangers ont commencé de se faire concurrence, ce qui peut exercer une pression à la baisse sur les taux d'intérêt internationaux.)

Selon les IMF ayant participé à l'enquête, l'accès aux capitaux locaux reste difficile ou coûteux, surtout pour les emprunts à long terme. Elles citaient notamment les obstacles suivants à l'utilisation des emprunts locaux :

- Ces IMF opèrent principalement dans des pays dotés de marchés de capitaux suffisamment étoffés pour les emprunts à court terme mais, dans la plupart des marchés émergents, il n'est pas encore possible d'obtenir d'échéances plus longues. Les banques locales n'ont pas vraiment intérêt à explorer de nouveaux marchés, ni à accepter de nouveaux types de risque de crédit ou de structure. Elles ne connaissent pas non plus très bien la microfinance. Plusieurs IMF ont déclaré qu'il leur avait fallu deux ou trois ans pour convaincre une banque locale de leur accorder un emprunt.
- Les banques locales exigent fréquemment une garantie sous une forme ou une autre. Certaines IMF ont indiqué que les banques commerciales locales veulent garantir leurs prêts avec des immobilisations que les IMF ne possèdent pas toujours ou ne souhaitent pas bloquer.

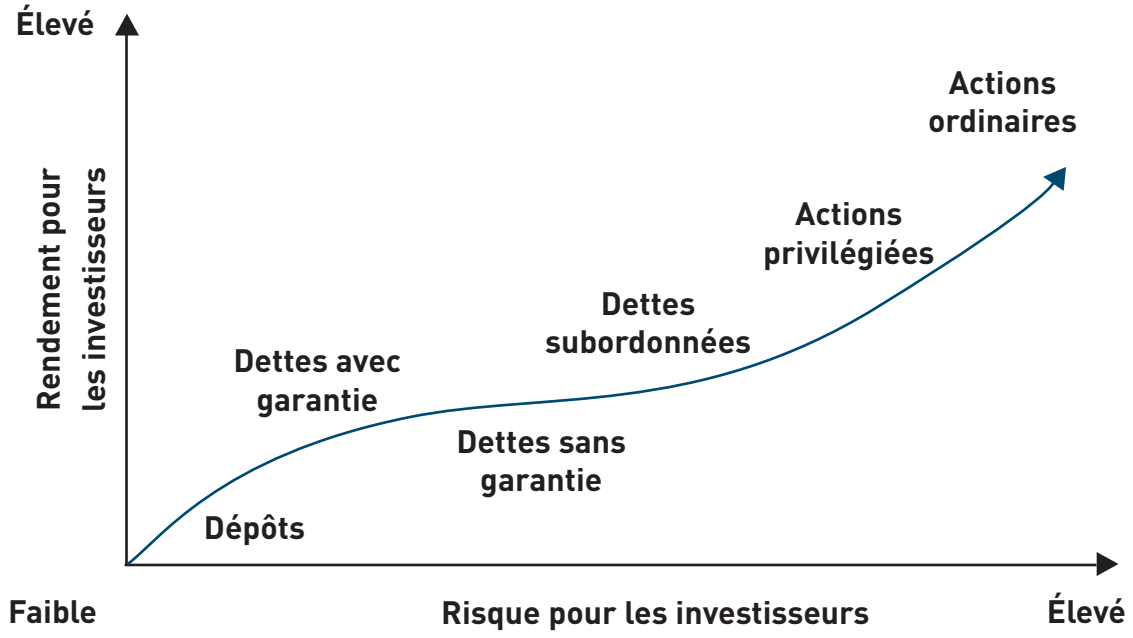
Les participations en fonds propres : une source de financement bon marché ou coûteuse ?

Par rapport aux banques commerciales, les IMF n'ont qu'un faible taux d'endettement (le ratio d'endettement médian des IMF n'atteint même pas 2, tandis que celui des banques commerciales varie entre 9 et 12).3

Malgré cet état de fait, la plupart des IMF étudiées voulaient augmenter leurs fonds propres, et toutes préféraient s'adresser à des investisseurs étrangers plutôt qu'à des investisseurs locaux.

Sur ce point également, on constate qu'un grand nombre d'IMF n'ont qu'une image confuse du coût véritable des participations en fonds propres. Le tiers des IMF participant à l'enquête considéraient cette source de capital comme la moins coûteuse, un tiers estimait qu'il s'agissait de la plus coûteuse, et le dernier tiers la situait entre ces deux estimations.4

L'utilisation répétée par les bailleurs de fonds de termes tels que « subventions d'investissement » et « subventions en fonds propres » ont suscité la confusion au sujet de la différence existant entre les subventions et les participations en fonds propres, et ont fait naître la conclusion erronée que ces dernières con-



[Notes de bas de page]

3 MIX Market, Bankscope.

4 Ces opinions n'étaient pas influencées par la situation géographique ni par la structure juridique des organisations interrogées. Parmi les IMF qui pensaient que les investissements en fonds propres constituent la forme de financement la moins coûteuse, la moitié sont soumises à une réglementation (institutions financières non bancaires ou banques) et l'autre moitié sont des organisations non gouvernementales (ONG) de microfinance.

stituent la forme de capital la moins coûteuse. Pour ajouter encore à la confusion, beaucoup des investisseurs à dimension sociale exigent peu (ou pas du tout) de dividendes ou de plus-value sur leur investissement, si bien que le coût de leurs capitaux ne reflète pas le coût véritable du capital traditionnel. Il en découle que certaines des IMF actuelles, parce qu'elles se fondent uniquement sur leur propre expérience, ont formé en matière de coûts de financement des attentes qui sont très différentes du rapport réel entre risque et rendement sur les marchés de capitaux classiques, illustré dans la figure ci-dessous.

La prédilection des IMF pour les investisseurs étrangers s'appuie sur plusieurs facteurs : par rapport aux investisseurs locaux, ces investisseurs leur paraissent plus aptes à offrir une assistance de conseil stratégique, plus enclins à s'aligner sur leur mission sociale et plus disposés à faire preuve de patience, de neutralité politique et d'expertise technique. Dans certains cas, leur présence peut protéger l'organisation des pressions politiques locales. Bien entendu, les investisseurs étrangers en capital sont nettement plus nombreux que les investisseurs locaux, car les marchés locaux de capitaux sont en général encore peu développés dans les pays d'opération de la microfinance. Par ailleurs, les investisseurs locaux connaissent peu la microfinance d'une manière générale, et les critères sociaux entrent rarement dans leurs décisions d'investissement.

Pour beaucoup des IMF en croissance rapide, il est essentiel d'obtenir des fonds propres et des quasi-fonds propres pour maintenir leur base de capital à un niveau suffisant pour dynamiser leur croissance. Il est nécessaire que les responsables d'IMF soient en mesure d'évaluer précisément le coût réel des apports en fonds propres : notamment, la dilution du capital et du contrôle, et les attentes des investisseurs en termes de plus-value du capital ou de dividendes. Cela concerne tout particulièrement les IMF qui passent du statut d'organisations non gouvernementales à celui de banques de microfinance agréées ou d'institutions financières non bancaires. Pratiquement toutes les IMF ont répondu que la recherche d'investisseurs à long terme partageant la mission sociale de l'IMF était une composante essentielle du processus de sélection des investisseurs en capital. Si les IMF avaient accès à une formation sur les investissements et leur mode d'évaluation, elles pourraient mieux estimer le véritable coût des apports en fonds propres et prendre de meilleures décisions quant à leur structure de capital.

Les dépôts : sont-ils la source de capitaux la moins coûteuse pour les IMF ?

La plupart des dirigeants d'IMF ont répondu qu'ils considéraient les dépôts comme la source de financement la moins coûteuse et comme une source de capitaux plus facile à mobiliser que les autres formes d'endettement. Ils étaient également conscients du fait que les produits de dépôt représentent un service très précieux pour leur clientèle. Même si elles savent quel taux d'intérêt elles doivent verser à leurs déposants, toutes les IMF ne calculent pas le coût global réel de la mise en place et de la gestion d'un programme de dépôts, y compris l'impact des fonds de réserve imposés par les autorités de supervision. Les dépôts peuvent représenter la solution de financement la moins coûteuse pour une IMF dans certaines conditions. Les très petits dépôts sont rarement rentables par eux-mêmes, mais ils contribuent à la viabilité à long terme de l'établissement en offrant un service précieux à la clientèle, en attirant de nouveaux clients, en assurant la stabilité du financement, en réduisant la dépendance envers les prêteurs extérieurs et en fournissant un « tremplin » pour la vente d'autres produits. Il convient de choisir entre les

Liste des facteurs à considérer pour une comparaison des coûts d'endettement

- Taux d'intérêt
- Commission sur prêt
- Commission d'engagement
- Frais de gestion
- Autres commissions
- Dépréciation monétaire
- Couverture du risque de change
- Inflation
- Frais de garantie
- Frais juridiques
- Droits d'enregistrement
- Frais d'évaluation/de notation
- Coûts de notation
- Droits de timbre
- Autres droits et taxes (notamment les prélève ments forfaitaires sur les transferts internationaux)
- Pénalités de remboursement anticipé
- Frais et dépenses associés au montage de l'opération
- Nantissement (coût d'enregistrement des biens placés en garantie)

dépôts et les autres sources de financement en prenant en compte tous ces facteurs, et pas seulement les coûts.

L'existence de prêts subventionnés de provenance étrangère ou locale a également un impact sur l'intérêt des IMF pour la mobilisation de l'épargne comme stratégie de financement. Il peut sembler plus facile de recourir à ces prêts bon marché que de mettre en place une stratégie complète de mobilisation de l'épargne. La stratégie de marketing et le modèle commercial d'une IMF ont une énorme influence sur la rentabilité de son programme de mobilisation de l'épargne. L'outil d'évaluation du coût des produits élaboré par le CGAP peut aider une IMF à calculer le véritable coût intégral des dépôts. Cet outil, de même que le logiciel d'accompagnement (sur Excel), sont disponibles à l'adresse http://www.cgap.org/productcosting/tool/french.pdf.

Conclusions

Le secteur a besoin d'un plus grand nombre d'outils pour aider les IMF à évaluer et à comparer le coût et le risque véritables de chacune des sources de financement à leur disposition. Si les IMF sont en mesure d'analyser de manière plus précise le coût relatif des différentes sources de financement, elles pourront prendre des décisions plus stratégiques et plus réfléchies concernant la structure de leur capital. Cela leur permettra alors de minimiser leur risque et d'optimiser leur souplesse financière.

Certaines IMF ont déjà une approche exhaustive et stratégique du processus de décision en matière de structure financière : elles tiennent compte explicitement de facteurs tels que la diversification des bailleurs de fonds et le contrôle du risque de change. Il n'en reste pas moins qu'en microfinance, une grande part du processus de décision dans ce domaine s'inscrit encore dans un contexte opportuniste et réactif, et reste soumis à des facteurs internes, tels que la rapidité de croissance du portefeuille, et à des facteurs externes, dont le cadre légal et réglementaire et le degré de développement du marché local des capitaux.

L'amélioration du processus de décision en matière de structure du capital permettra de minimiser le risque, d'optimiser la souplesse financière et de stimuler la solvabilité à long terme nécessaire à la prestation de services financiers durables à une clientèle pauvre. Certains dirigeants d'IMF, dont les décisions s'inscrivent dans une logique stratégique et réfléchie de diversification du financement et de contrôle du risque de change, ont réussi à réduire la part de leur financement provenant de l'étranger, et ce, en dépit des difficultés rencontrées localement pour recourir à l'épargne, à l'endettement ou aux capitaux d'investissement locaux.

Les IMF étudiées dans le cadre de l'enquête étaient très intéressées par la connaissance des facteurs et coûts à prendre en compte pour comparer les options d'emprunt et définir la composition de leur capital. Elles ont exprimé le désir d'avoir accès à une formation en analyse financière, en gestion du risque et en gestion de trésorerie. Les IMF ayant achevé leur transformation, de même que celles en cours de transformation, désiraient recevoir des conseils sur les facteurs à considérer pour choisir des investisseurs. Elles voulaient également recevoir une assistance individuelle sur le processus de transformation et les marchés de capitaux, et notamment des conseils de la part d'IMF comparables ayant réussi leur transformation.

Les financeurs internationaux eux-mêmes doivent prendre conscience de l'impact exercé par leurs capitaux de financement sur le développement des marchés locaux. Dans la mesure où leurs motifs ne sont pas purement commerciaux, une part de leur objectif devrait être non seulement d'établir des institutions, mais également de mettre en place des systèmes financiers locaux qui puissent offrir aux pauvres une gamme étendue de services. De ce point de vue, dans un grand nombre de cas, il est possible que l'approche la plus utile ne soit pas de fournir des capitaux d'investissement supplémentaires, mais de financer plus largement l'assistance aux institutions financières locales pour les aider à évaluer de façon appropriée les options existantes et pour faciliter l'accès aux sources locales de financement.

Auteurs : Rani Deshpande, Camilla Nestor et Julie Abrams. Avec le soutien d'Elizabeth Littlefield. Cette Note est le fruit d'une collaboration du CGAP et de la Grameen Foundation.