

# Investissements étrangers en microfinance

## *Conjuguer objectifs sociaux et financiers*

### Introduction

La microfinance connaît un boom sans précédent d'investissements. Au cours des cinq dernières années, le volume global des investissements en microfinance a augmenté de manière considérable. Entre 2004 et 2006, le montant des investissements en capitaux étrangers – produits de dettes et participations au capital – a été multiplié par plus de trois pour atteindre quatre milliards de dollars US.

L'entrée des investisseurs privés représente le changement le plus marquant du marché international de la microfinance. De nouveaux acteurs entrent en scène tous les mois. Pas moins de 40 fonds d'investissement spécialisés en microfinance ont été créés au cours des trois dernières années seulement. Tous les investisseurs, individuels ou institutionnels, parmi lesquels des banques internationales, des banques d'investissement, des caisses de retraite et des fonds de placement privés, cherchent des moyens de placer des capitaux en microfinance. L'ingénierie financière s'emploie à créer des instruments d'investissement alternatifs qui séduisent une gamme d'investisseurs de plus en plus large.

Cette nouvelle vague d'investissements est une bonne nouvelle pour les institutions de microfinance. La microfinance a besoin d'accéder à un marché financier élargi, afin de se procurer les financements nécessaires pour accroître l'échelle des activités et servir un nombre croissant de personnes à faibles revenus victimes de l'exclusion financière.

Le premier réflexe consiste à voir dans ce boom d'investissements le signal d'entrée d'investisseurs financiers traditionnels visant à maximiser leur profit. « Les fonds alternatifs, fonds de capital-risque et autres gros investisseurs voient dans les microprêts un énorme potentiel de profit », annonçait récemment un gros titre dans *Business Week*. Pourtant, jusqu'à maintenant, la réalité est que la grande majorité des investissements privés

en microfinance proviennent d'investisseurs dont la motivation financière s'accompagne d'une orientation sociale. La microfinance est très attrayante pour un segment croissant d'investisseurs dits « socialement responsables ». Le marché des investissements socialement responsables est immense, avec plus de 4 000 milliards de dollars d'actifs sous gestion. La part consacrée aux marchés émergents n'est que de 5 milliards USD mais connaît une croissance rapide. Le monde des investisseurs socialement responsables recouvre un large spectre d'investisseurs aux objectifs variés, depuis ceux qui acceptent un rendement inférieur à celui du marché jusqu'à ceux qui recherchent un rendement concurrentiel dans le contexte d'un investissement socialement responsable. S'ils sont attirés par l'investissement dans les institutions de microfinance (IMF), c'est bien parce que les IMF poursuivent un double objectif de résultat, social et financier.

**Cette nouvelle vague d'investissements est une bonne nouvelle pour les institutions de microfinance. La microfinance a besoin d'accéder à un marché financier élargi, afin de se procurer les financements nécessaires pour accroître l'échelle des activités et servir un nombre croissant de personnes à faibles revenus victimes de l'exclusion financière.**

Ce la étant dit, une poignée d'investisseurs commerciaux traditionnels sans orientation sociale particulière commencent aussi à investir dans des IMF, bien qu'à très petite échelle. Cette évolution soulève une question importante: les investisseurs cherchant à maximiser leur profit permettront-ils à la microfinance de maintenir la mission sociale qui est au cœur de son succès?

Cette « Note Focus » s'appuie sur les études antérieures déjà parues sur les investissements de capitaux étrangers (voir Ivatury et Reille (2004) et Ivatury et Abrams (2005)).

- Elle décrit le nouveau paysage des investissements transfrontaliers et montre succinctement qui investit et pourquoi.
- Elle présente les premières données jamais publiées sur la performance des instruments d'investissement en microfinance.
- Elle propose une analyse des dernières évolutions et questions liées aux marchés des produits de dettes et des participations.
- Enfin, elle s'interroge sur la façon dont l'afflux de capitaux du secteur privé est susceptible d'influencer l'objectif social de la microfinance en développement.

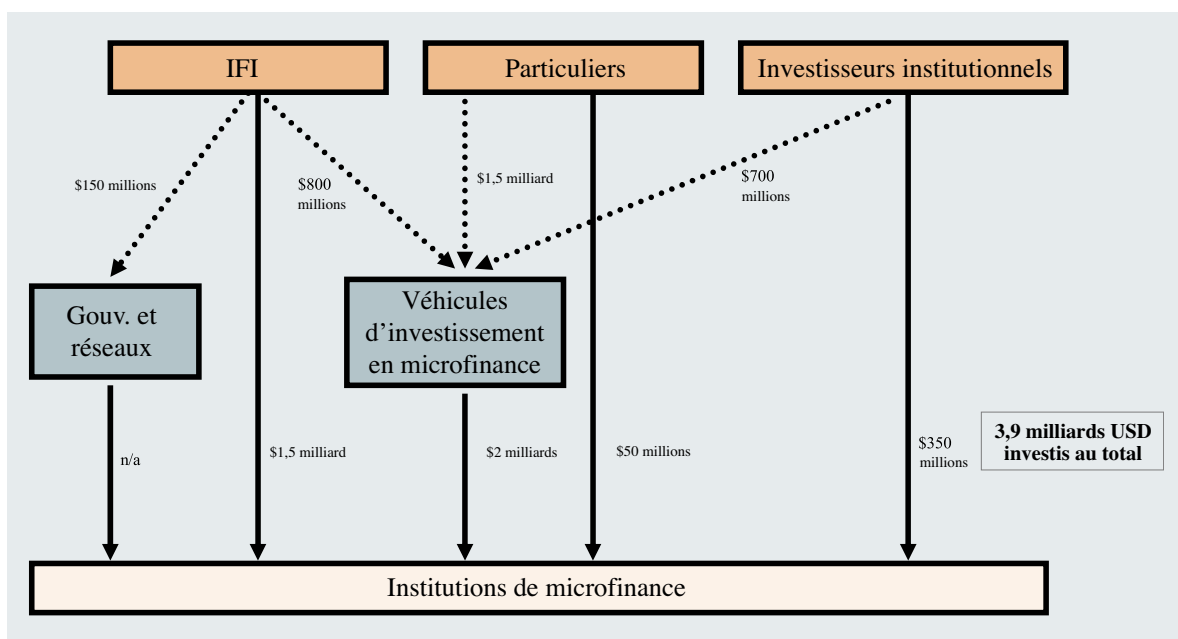
## Le paysage de l'investissement étranger en microfinance

Il existe trois principales catégories d'investisseurs en microfinance : les investisseurs publics, également désignés sous le nom d'institutions financières internationales ou, moins souvent, d'institutions financières de développement, les investisseurs individuels, petits ou fortunés, et les investisseurs institutionnels. (voir Figure 1).

**Produits de dettes: rendement du marché monétaire.** Le rendement moyen net des fonds investis dans des produits de dettes est proche de celui du marché monétaire, soit 5,8 % en dollars US et 3,2 % en euros (étude CGAP 2006).

**Titres de participation: trop tôt pour évaluer.** Les investissements en titres de participation augmentent fortement dans le secteur de la microfinance et les valorisations d'IMF sont à la hausse, mais il est trop tôt pour évaluer un rendement moyen net pour ce type de fonds (étude CGAP 2006).

Figure 1. Paysage de l'investissement étranger en microfinance



Source : Étude CGAP 2006.

## Investisseurs publics

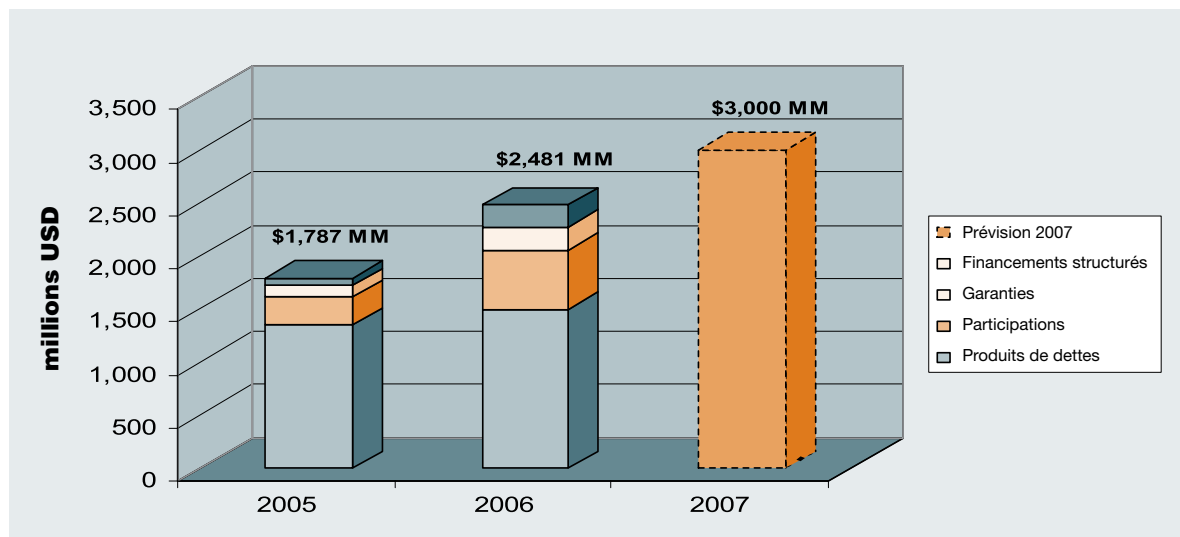
Les institutions financières internationales (IFI) –filiales d’investissement privées des institutions publiques de développement– sont à l’origine d’un peu plus de la moitié des investissements étrangers en microfinance aujourd’hui<sup>1</sup>. Il existe 19 IFI, dont des organisations multilatérales comme la BERD, la BID et la SFI, et des organisations bilatérales comme l’AECI-ICO (filiale d’investissement de l’agence de coopération internationale espagnole), la KfW (Allemagne) et l’OPIC (États-Unis).

Les IFI investissent en microfinance dans le cadre de leur mission officielle d’appui au développement durable du secteur privé dans les pays en développement. La plupart d’entre elles ont commencé à financer la microfinance à la fin des années 1990, à la suite de la période de subvention du secteur par les bailleurs de fonds depuis les années 1970. Les IFI ont introduit une approche plus commerciale, en offrant des prêts à des conditions proches de celles du marché, des participations au capital et des garanties aux IMF en mesure d’atteindre échelle critique et rentabilité.

Les IFI ont multiplié par plus de deux le montant de leur investissement en microfinance au cours des deux dernières années: de 1 milliard USD en 2004 à 2,5 milliards USD à fin décembre 2006 (CGAP, Étude sur les IFI 2006). Cette tendance semble durable. Entre 2005 et 2006, les investissements des IFI ont augmenté de 37 %; d’après les prévisions, ils devraient excéder 3 milliards USD à fin 2007. Cinq institutions concentrent 72 % des investissements des IFI: la KfW (29 %), la BERD (13 %), la SFI (12 %), l’AECI-ICO (11 %) et la FMO néerlandaise (7 %) (voir Figure 2).

Le mandat des IFI consiste à favoriser le développement du secteur privé dans les PED. Ces dernières années, les IFI ont joué un rôle prépondérant dans le financement des IMF leaders sur leur marché. Elles ont investi dans ces IMF à une période où la microfinance n’avait pas encore fait ses preuves et où les financeurs privés n’étaient pas encore prêts à s’engager. Maintenant que ces IMF ont démontré leur viabilité financière, les investisseurs privés sont souvent intéressés à fournir des capitaux. Les investisseurs publics n’ont pas toujours été très prompts à réagir à cet appétit nouveau en se retirant

Figure 2. Croissance des investissements en microfinance des IFI depuis 2004



Source: CGAP, Portefeuille de microfinance des IFI (2006).

<sup>1</sup> Dans cette étude, les investissements des IFI ne recouvrent que les investissements publics dans des IMF privées. Ils ne prennent pas en compte les lignes de crédit ou subventions bilatérales ou multilatérales octroyées à des projets de microfinance dans les pays en développement.

des segments les plus viables du marché. Il y a même eu concurrence, et, dans certains cas, obstacle à l'entrée des investisseurs privés sur des marchés où les IFI proposaient des taux d'intérêt plus faibles et des conditions plus souples.

### Investisseurs individuels

Les investisseurs individuels, animés par des objectifs sociaux, jouent un rôle important – quoique rarement reconnu – dans le financement de la microfinance. Oikocredit, une société coopérative néerlandaise fondée en 1975 par le Conseil œcuménique des Églises, fut l'une des premières organisations à lever des fonds de particuliers en faveur de la microfinance. Elle comprend plus de 27 000 membres recrutés à travers ses larges réseaux sociaux et confessionnels. Parmi les autres fonds d'investissement en microfinance qui mobilisent les capitaux de particuliers figurent la Fondation Calvert aux États-Unis et les fonds communs de placement spécialisés enregistrés en Europe, comme Dexia Microcredit, responsAbility et le Fonds Triodos Fair Share. Plus de 80 % des particuliers investissant dans ces fonds se trouvent en Europe, principalement aux Pays-Bas, en Suisse et en Allemagne.

Récemment, des individus fortunés pratiquant le « capital-risque philanthropique » ont commencé à investir dans la microfinance. Ce sont habituellement des entrepreneurs prospères qui cherchent à faire bon usage à la fois de leur argent et de leurs compétences en affaires pour aider la microfinance à se développer. C'est par exemple le cas de Pierre Omidyar, fondateur d'eBay, qui a versé 100 millions USD à l'université Tufts pour créer le Fonds pour la Microfinance Omidyar-Tufts, et de Bob Patillo, l'entrepreneur immobilier à l'origine de la création du Fonds Gray Ghost. Pour sa part, la Fondation Grameen a obtenu des engagements de garantie de plus de 30 millions USD de la part de neuf grandes fortunes familiales, facilitant la levée directe de financements en monnaie locale pour les IMF à hauteur de 112 millions USD.

Aujourd'hui, il est également possible pour une part croissante de particuliers d'investir dans la

microfinance par l'intermédiaire de plates-formes Internet « P2P » (de particulier à particulier), telles que Kiva. Kiva permet aux IMF d'obtenir des prêts à taux zéro directement auprès d'investisseurs sociaux via Internet. Les investisseurs peuvent ainsi à travers Kiva financer à taux zéro des entrepreneurs de leur choix et recevoir des nouvelles régulières de leurs projets. Depuis le lancement de Kiva.org en octobre 2005, plus de 50 IMF dans 30 pays ont ainsi bénéficié de financements de plus de 180 000 investisseurs sociaux.

D'autres structures d'investissement en ligne voient le jour comme MicroPlace et Globe Funder. MicroPlace est le premier courtier enregistré auprès de la Commission américaine de valeurs mobilières spécialisé dans les titres de microfinance à destination des petits investisseurs aux États-Unis. Contrairement à Kiva, ce fonds offre un rendement financier aux investisseurs. Ces modèles se fondent à la fois sur la croissance des réseaux sociaux en ligne et sur le désir des particuliers d'agir pour le bien commun. En Allemagne, Procredit Bank prévoit aussi de lever des fonds en ligne pour ses filiales bancaires de microfinance.

### Investisseurs institutionnels

Depuis deux ans, les investisseurs institutionnels, parmi lesquels des banques internationales, des caisses de retraite et des compagnies d'assurances, commencent à montrer un vif intérêt pour l'investissement en microfinance. Beaucoup répondent à une demande significative de leurs clients souhaitant placer leurs capitaux dans ce secteur.

Les premiers investisseurs institutionnels en microfinance furent les banques internationales, initialement par l'intermédiaire de leur département philanthropique. La Deutsche Bank a été la première banque commerciale à créer un fonds pour les IMF en 1998 à travers son bras philanthropique, la Deutsche Bank Americas Foundation. Aujourd'hui, les services offerts aux IMF – prêts, garanties et assistance technique – sont les formes les plus répandues de l'engagement des banques internationales en microfinance. Les prêts octroyés aux IMF par des banques internationales ont atteint près de

550 millions USD en 2006, soit une augmentation de 100 millions USD par rapport à 2005 (ING 2006).

Les banques internationales ont joué un rôle important dans l'introduction de techniques financières classiques au sein des IMF. En 2005, Citigroup a créé une unité microfinance innovante, ayant notamment permis le développement d'instruments de financement en monnaie locale. La banque a par exemple organisé le premier placement privé d'obligations émises par une IMF pour le compte de Mibanco au Pérou et la première émission d'obligations en monnaie locale « investment grade » pour Compartamos au Mexique. Elle a également mis en place l'opération novatrice de titrisation du portefeuille de la BRAC au Bangladesh, tout en y investissant. Sans oublier la première syndication de prêt en monnaie locale pour ProCredit Bank en Roumanie. Citigroup offre également des services de banque d'affaires et a plusieurs fonds de microfinance.

Les grandes banques d'affaires internationales constituent la deuxième vague d'investisseurs institutionnels. Elles offrent aux IMF des services d'investissement et de distribution de fonds et jouent le rôle d'intermédiaire entre les émetteurs de titres et la communauté des investisseurs. Le Crédit Suisse, par exemple, est chargé de la distribution du responsAbility Global Microfinance Fund. Morgan Stanley a mis en place les émissions obligataires et assuré le placement des titres de BOLD 1 et 2 de Blue Orchard. La banque a créé une unité microfinance pour offrir une gamme complète de services d'investissement au secteur de la microfinance.

Les compagnies d'assurances et les grandes caisses de retraite commencent également à regarder du côté des investissements en microfinance pour nourrir leur portefeuille d'investissements responsables. Les fonds socialement responsables gérés par des compagnies d'assurances, telles que Morley au

Royaume-Uni et AXA en France, ont réalisé de petits investissements dans le secteur de la microfinance. Parmi les plus grandes caisses de retraite, certaines, comme TIAA-CREF aux États-Unis, ont alloué des montants plus significatifs (jusqu'à 100 millions USD<sup>2</sup>).

Les derniers investisseurs à se tourner vers les IMF à forte croissance sont des investisseurs privés qui visent les marchés émergents. Quelques-uns, comme Sequoia, Blackstone Group, Carlyle Group et Legatum à Dubai, ont réalisé des investissements d'un montant de 20 à 40 millions USD dans des IMF très rentables sur les marchés de microfinance les plus développés comme le Mexique et l'Inde. Ces investisseurs ciblent une niche étroite d'institutions de microfinance à forte croissance, capables d'offrir un rendement concurrentiel.

L'intérêt de groupes bancaires internationaux, comme Citigroup, Morgan Stanley, Deutsche Bank, ABN AMRO et Société Générale, et des investisseurs privés démontre la crédibilité croissante de la microfinance en tant que cible d'investissement attractive<sup>3</sup>.

## Performance des instruments d'investissement en microfinance

La moitié environ des investissements en microfinance réalisés par les IFI, les investisseurs individuels et les institutions passent par des intermédiaires financiers spécialisés. Les instruments ou « véhicules » d'investissement en microfinance (VIM) regroupent une gamme d'organisations variées en termes d'origine, de base d'investisseurs, de philosophie, d'instruments et de taux de rendement ciblés<sup>4</sup>.

Le nombre et la taille des instruments d'investissement ont augmenté de manière exponentielle. Plus de 80 véhicules sont aujourd'hui en opération, pour un montant de 3 milliards USD. L'encours des

2 TIAA-CREF a créé un programme mondial d'investissement en microfinance de 100 millions USD dans le cadre de ses investissements responsables ; son premier investissement est une prise de participation dans ProCredit Holding AG de 43 millions USD.

3 Les banques nationales aussi se tournent très activement vers la microfinance. Plus de 300 banques « universelles » (i.e. multiactivités) locales fournissent des prêts et services bancaires aux IMF existantes ou offrent des services de microfinance aux clients à faibles revenus.

4 La majorité des véhicules d'investissement en microfinance sont des compagnies privées (69%) ; les organisations à but non lucratif ou non gouvernementales et les fondations représentent 15%, les coopératives 8% ; 8% ne sont pas des entités légales autonomes (Étude sur les VIM 2005).

investissements réalisés à travers ces instruments a doublé entre 2005 et 2006, atteignant 2 milliards USD en 2006.

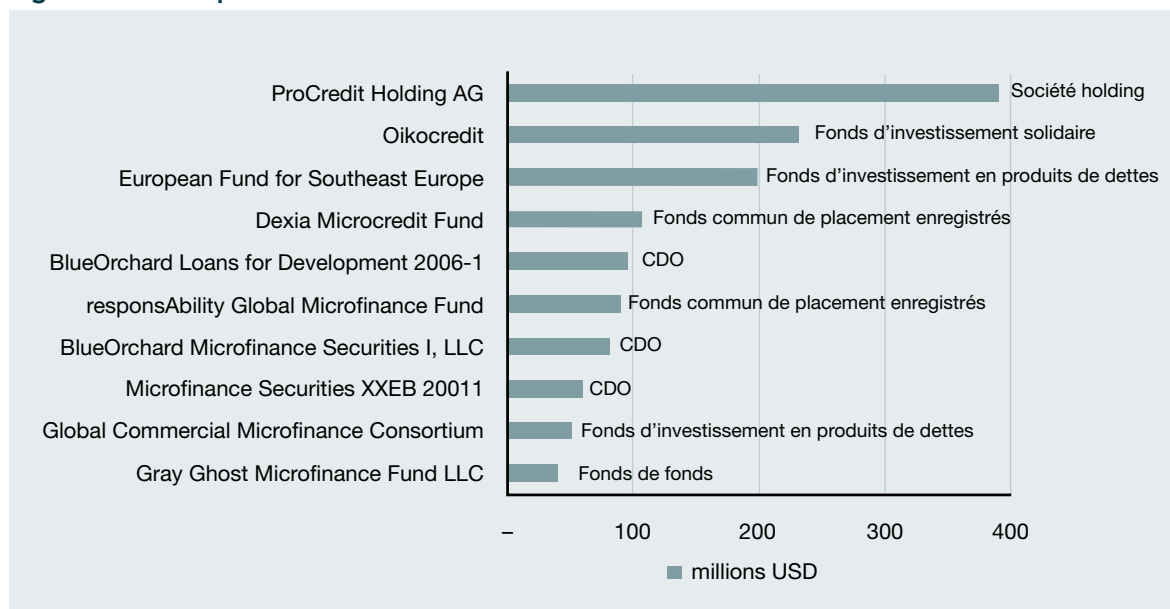
Les investisseurs individuels et les fondations ont été les premiers bailleurs des instruments d'investissement en microfinance et représentent toujours une très forte proportion de leur financement, à hauteur de 50 %. Les IFI comptent aussi parmi les utilisateurs précoces de ces véhicules et ont contribué à la création de plusieurs d'entre eux, comme le fonds d'actions ProFund. Toutefois, leur part de financement a diminué, passant de 36 % en 2005 à 30 % en 2006. Les investisseurs institutionnels les rejoignent rapidement : leur part d'investissements a doublé au cours des deux dernières années et s'établit à 20 %.

Les dix premiers VIM concentrent 67 % du total des actifs (voir Figure 3). Ce groupe de tête est composé d'un amalgame de véhicules différents. ProCredit, une société holding allemande qui investit dans de

nouvelles banques de microfinance, est actuellement le plus important, suivi d'Oikocredit. EFSE, un fonds créé par des investisseurs publics pour investir en Europe de l'Est, s'est développé extrêmement vite et occupe la troisième position. Cependant, des fonds de nature plus commerciale, tels que Dexia Microcredit Fund et responsAbility Global Microfinance Fund, ainsi que des véhicules financiers structurés (décrits plus bas) prennent une importance croissante.

Jusqu'à présent, on disposait de peu d'informations sur la performance des véhicules d'investissement en microfinance. En 2007 cependant, le CGAP a réalisé, avec l'appui technique de Symbiotics (une société de recherche et de conseil basée en Suisse) une étude de marché pour améliorer la transparence de ces véhicules<sup>5</sup> : 40 VIM parmi les plus importants – comptant pour 86 % du total des investissements dans le secteur – ont participé à cette étude en partageant (à titre volontaire et confidentiel) les données sur leurs performances et leurs états financiers audités pour l'exercice clos en décembre 2006<sup>6</sup>.

**Figure 3. Les 10 premiers véhicules d'investissement en microfinance**



Source : CGAP, Étude sur les VIM 2006

<sup>5</sup> Cette étude, conduite pendant l'été 2007, s'est basée sur les directives de publication de l'information financière relative aux véhicules d'investissement en microfinance, un cadre sectoriel établi conformément aux bonnes pratiques de reporting des fonds d'investissement.

<sup>6</sup> Ces informations ont été réorganisées conformément aux directives CGAP de publication de l'information financière relative aux VIM qui fournissent un cadre standard de reporting.

Pour faciliter la comparaison des résultats, le CGAP a réparti les VIM en six catégories ou « groupes de pairs » sur la base de leur modèle économique, de leur orientation commerciale et de leurs instruments financiers. Les véhicules partagent tous une certaine orientation sociale ou développementale, plus ou moins marquée.

Les groupes de pairs sont définis comme suit :

1. **Les fonds communs de placement enregistrés** ciblant prioritairement les petits investisseurs et visant un rendement proche de celui du marché monétaire essentiellement par le biais d'investissements en produits de dettes.
2. **Les fonds d'investissement en produits de dettes** ciblant les investisseurs institutionnels publics et privés et visant un rendement proche de celui du marché.

3. **Les instruments financiers structurés** offrant aux investisseurs en microfinance une gamme de titres adossés à des créances et assortis de profils de risque et de rendement variés.
4. **Les fonds d'investissement solidaire**, offrant des rendements inférieurs à ceux du marché à des investisseurs motivés par des objectifs sociaux et proposant un ensemble varié de produits de crédit et de titres de participation destinés aux IMF.
5. **Les sociétés holding de banques de microfinance** proposant essentiellement des instruments de participation au capital et de l'assistance technique aux banques de microfinance en création.
6. **Les fonds de capital-risque** visant un rendement concurrentiel.

(Voir le Tableau 1 et la liste des VIM inclus dans l'étude à l'Annexe 2.)

**Tableau 1. Groupes de pairs des VIM\***

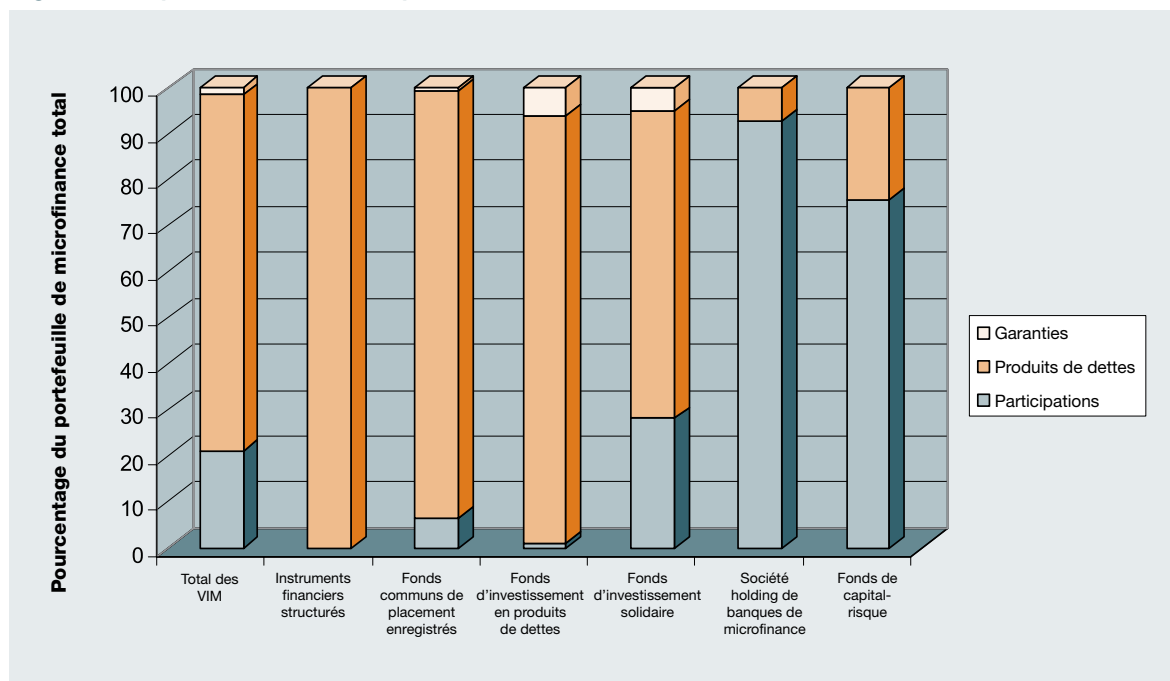
	PRODUITS DE DETTES			MIXTE	PARTICIPATIONS	
	Fonds communs de placement enregistrés	Fonds d'investissement en produits de dettes	Instruments financiers structurés	Fonds d'investissement solidaire	Sociétés Holding	Fonds de capital-risque
Nombre de fonds étudiés	6	5	4	7	4	6
Actif total (millions USD)	391	437	279	146	62	84
Total des investissements en microfinance (millions USD)	293	280	268	111	44	70
Titres de participation en % du portefeuille de microfinance	6%	1%	0%	28%	93%	76%
Produits de dettes en % du portefeuille de microfinance	93%	93%	100%	67%	7%	24%
Taille moyenne du fonds (millions USD)	65.1	87.2	69.7	21	15.5	14
Rendement en USD	5,80%	4,8% (euro)	5,3% (AA)	1,5%	NA	NA
Moyenne du ratio total de frais**	2,7%	2,0%	1,3%	6,1%	8,4%	4,1%

\*Les huit VIM qui suivent n'ont pas pu être inclus dans l'un des six groupes de pairs du fait d'un manque de données comparables, de leur modèle particulier d'affaires, de leur taille ou d'une question de suivi des résultats: Oikocredit, Calvert Social Investment Foundation, Finethic Microfinance SCA SICAR, responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund, Gray Ghost Microfinance Fund LLC, Unitus, ProCredit Holding, et BBA Codespa Microfinanzas.

\*\*Moyenne du ratio total de frais, y compris les frais de gestion, d'administration et de conservation.

Source : CGAP MIV Benchmark Project.

Figure 4. Répartition des actifs par instruments.



**Fonds communs de placement enregistrés (« FCP »).** Ces fonds sont enregistrés dans deux pays (Luxembourg et Hollande) dotés de régimes fiscaux favorables et d'une législation sur les fonds communs de placement propice aux titres non cotés<sup>7</sup>. Les véhicules d'investissement en microfinance de cette catégorie sont de taille importante et en croissance rapide, certains doublant de volume d'une année sur l'autre. Ils sont distribués par des réseaux bancaires, comme le Crédit Suisse ou Dexia, et s'adressent aussi bien aux investisseurs institutionnels qu'aux particuliers dans le cadre d'investissements privés<sup>8</sup>. Les investisseurs perçoivent un rendement proche de celui du marché monétaire – 5,8 % en dollars US ou 3,2 % en euros en 2006 – et sont généralement autorisés à liquider leurs investissements d'un mois à l'autre. Ces fonds octroient des prêts de rang « senior<sup>9</sup> » à des IMF mais peuvent également détenir des participations importantes dans d'autres véhicules. Ce groupe observe une réglementation stricte en matière de divulgation financière et offre l'information financière la plus fiable et standardisée

parmi les VIM. Blue Orchard et responsAbility sont les sociétés de gestion de fonds leaders de ce groupe.

**Fonds d'investissement en produits de dettes.** Ce groupe se compose de fonds de nature commerciale qui investissent dans des prêts de rang « senior » auprès des IMF à forte croissance. Ils attirent essentiellement des investisseurs fortunés et des institutions et ne sont pas soumis à la réglementation et à la supervision des autorités des marchés financiers<sup>10</sup>. Ils comprennent à la fois des fonds de placement en produits de

#### Fonds communs de placement enregistrés

Total moyen d'actifs : 65 millions USD  
 Maturité moyenne : 4 ans  
 Taille moyenne des opérations d'investissement : 1 million USD  
 Principaux outils d'investissement : 93 % de produits de dettes  
 Ciblage géographique : 77 % ALC et EAC  
 Principaux investisseurs : 59 % de particuliers, 32 % d'investisseurs institutionnels

7 La législation européenne de l'UCITS (Undertakings for collective investment in transferable securities) autorise l'investissement de fonds dans des titres aussi bien listés que non listés en Bourse.

8 Les fonds de placement collectifs enregistrés au Luxembourg ne sont autorisés à vendre au secteur public qu'au Luxembourg. Le fonds Global responsAbility est autorisé par les autorités suisses à vendre au public en Suisse.

9 Les prêts « senior » sont des prêts dont le remboursement est prioritaire par rapport à d'autres classes de dettes.

10 À l'exception d'EFSE, qui est doté du statut de SICAV et réglementé par l'autorité des marchés financiers du Luxembourg (CSSF).

dettes, comme Microvest aux États-Unis, et des fonds structurés comme le Global Microfinance Consortium. Ce groupe figure parmi ceux dont le levier financier est le plus élevé. L'endettement externe représente 30 % des actifs. Les investissements moyens sont généralement d'un montant important (trois fois plus élevé que les opérations des fonds de placement) et ont par conséquent des ratios de frais d'exploitation relativement bas. Le rendement net moyen (en euros) pour ce groupe est de 4,8 %, supérieur à celui des fonds communs de placement, bien que l'historique de performance soit un peu court (moins de deux ans) pour permettre d'établir des comparaisons fiables.

#### Fonds d'investissement en produits de dettes

Total moyen d'actifs: 87 millions USD  
Maturité moyenne: 1,4 an  
Taille moyenne des opérations d'investissement: 2,5 millions USD  
Principaux outils d'investissement: 93 % de produits de dettes  
Ciblage géographique: 96 % ALC et EAC  
Principaux investisseurs: 48 % de particuliers et fondations, 44 % d'investisseurs institutionnels

**Instruments financiers structurés.** Ces véhicules de financement structuré sont l'une des formes les plus récentes de financement de la microfinance. La plupart des instruments de financement structuré titrisent des créances d'IMF à moyen et long termes et sont des obligations titrisées ou « *collateralized debt obligations* » (CDO<sup>11</sup>).

Le premier CDO formel<sup>12</sup>, Blue Orchard Microfinance Securities I (BOMS), a été structuré en 2004 – 2005 par Blue Orchard en partenariat avec l'OPIC et Developing World Markets (une société privée américaine créée par des professionnels de la banque

dans les marchés émergents). Quatorze IMF ont reçu des prêts à sept ans et les investisseurs se sont vu proposer cinq classes de risque assorties de la même échéance<sup>13</sup>. Depuis, sept CDO ont été structurés pour une émission totale de 525 millions USD de titres microfinance (voir Annexe 2 pour plus de détails).

#### Instruments financiers structurés

Total moyen d'actifs: 70 millions USD  
Maturité moyenne: 0,8 an  
Taille moyenne des opérations d'investissement: 4,1 millions USD  
Principaux outils d'investissement: 100 % de produits de dettes  
Ciblage géographique: 93 % ALC et EAC  
Principaux investisseurs: 61 % d'investisseurs institutionnels, 27 % IFI

Quatre CDO ont participé à l'étude du CGAP. Les véhicules sont investis dans des IMF leaders dans deux régions seulement: l'Amérique latine et les Caraïbes (ALC) d'une part et l'Europe orientale et l'Asie centrale (EAC) de l'autre. Ce groupe fournit aux IMF des prêts de taille plus élevée (trois fois la moyenne globale des VIM) assortis d'échéances plus longues (une fois et demie la moyenne).

Les ratios de frais opérationnels sont relativement faibles comparés à d'autres fonds (moitié moins), parce que le montant des opérations est élevé et que le portefeuille ne nécessite pas de gestion active. Cependant, les CDO sont coûteux à mettre en place et impliquent des procédures onéreuses de vérification diligente et des frais juridiques dont la charge ne reflète pas toujours le coût intégral.

Du fait de leur notation et de la bonne couverture du risque de crédit, les tranches senior des véhicules

11 Les CDO (aussi appelés CLO, « *collateralized loan obligations* ») sont, en microfinance, des fonds qui titrisent des prêts aux IMF et divisent le risque de crédit en différentes tranches en fonction du niveau de risque et de rendement financier : tranches senior, tranches mezzanine et tranches en fonds propres ou tranches junior. Les remboursements aux investisseurs sont structurés en « cascade ». Les détenteurs de tranches senior sont payés les premiers, suivis par les tranches mezzanine et les tranches junior. Les premiers perçoivent le rendement le plus bas en raison de la forte probabilité de paiement. Les détenteurs de tranches junior ou de fonds propres sont payés à l'échéance seulement s'il reste un solde après le paiement de tous les autres investisseurs. Ces tranches les plus risquées sont également celles qui sont les premières à absorber les pertes de prêts non performants. Les CDO constituent un véhicule de financement important pour les portefeuilles d'investissements dans des actifs caractérisés par un risque de crédit.

12 Le Latin American Challenge Investment Fund, créé en 1999, a été le premier fonds de microfinance structuré à offrir différentes « tranches de risque » aux investisseurs suivant une structure en cascade.

13 Une classe senior, trois classes subordonnées et une classe junior.

de financement structuré offrent aux investisseurs commerciaux les opportunités d'investissement les plus viables. Les deux tranches senior de BOLD 2, par exemple, ont été notées AA et BBB par Standard & Poor's et ont offert aux investisseurs une prime de risque allant respectivement jusqu'à 40 et 95 points de base.

Jusqu'ici, les tranches junior et/ou de fonds propres ont été achetées par des investisseurs publics et par des VIM<sup>14</sup>. Les tranches junior constituent un investissement intéressant pour les investisseurs initiés; leur rendement moyen en dollars était proche de 8 % en 2006.

**Les fonds d'investissement solidaire.** Ces fonds combinent des produits de dettes et des titres de participation ; certains sont établis de longue date, tels que Triodos Doen Foundation, et d'autres sont plus récents, comme Micro-Credit Enterprises. Les fonds d'investissement solidaire ont une forte orientation sociale et offrent une combinaison de rendements sociaux et financiers, les objectifs de rendement financier étant en général inférieurs à ceux du marché. Leur rendement moyen est de 1,5 %. Environ 85 % des investissements proviennent de particuliers, de fondations ou d'ONG. Ces VIM réalisent d'importants investissements dans les régions mal servies, comme l'Afrique et l'Asie de

l'Est, et ont tendance à investir dans des IMF petites et moyennes. Sans surprise, cette catégorie est l'une de celles qui affichent les ratios de frais les plus élevés, qui s'expliquent par la petite taille moyenne des opérations (un tiers de la moyenne des VIM), et le coût élevé des procédures légales et de vérification diligente pour ces petites transactions.

**Sociétés holding de banques de microfinance.** Ce groupe se compose de sociétés holding de banques de microfinance créées par de grandes sociétés de conseil en microfinance ou par des IFI. Elles fournissent des capitaux aux banques de microfinance en période de démarrage reproduisant le modèle développé avec succès par ProCredit Holding<sup>15</sup>. À l'exception de ProCredit<sup>16</sup>, l'historique de ces sociétés holdings est encore trop récent pour évaluer leurs performances. Les sociétés holding reçoivent la part d'investissement public la plus élevée et bénéficient de subventions publiques supplémentaires par le biais de l'assistance technique financée par les IFI. Ce groupe sert de bras d'investissement aux IFI et a pour objectif de créer de nouvelles IMF dans les marchés non servis. Au total, les sociétés holding sont à l'origine de 25 nouvelles banques de microfinance dans des pays peu couverts comme le Congo, le Yémen et l'Algérie. Ce groupe détient la plus grosse part des investissements en Afrique subsaharienne (31 %).

#### Fonds d'investissement solidaire

Total moyen d'actifs : 20,8 millions USD  
Maturité moyenne : 10,4 ans  
Taille moyenne des opérations d'investissement : 0,6 million USD  
Principaux outils d'investissement : 67 % de produits de dettes  
Ciblage géographique : 39 % ALC, 26 % Afrique subsaharienne et 17 % Asie  
Principaux investisseurs : 85 % de particuliers et fondations

#### Sociétés holding

Total moyen d'actifs : 15,5 millions USD  
Maturité moyenne : 2,3 ans  
Taille moyenne des opérations d'investissement : 1,8 million USD  
Principaux outils d'investissement : 93% de titres de participation  
Ciblage géographique : 48 % EAC et 31 % Afrique subsaharienne  
Principaux investisseurs : 63 % d'IFI, 30 % d'investisseurs institutionnels

14 Le groupe des véhicules de financement structuré est celui qui reçoit la plus large part de financement d'autres véhicules d'investissement en microfinance.

15 ProCredit Holding est une holding de banques de microfinance ; elle n'a pas participé à l'étude du CGAP.

16 Non inclus dans les résultats du groupe de pairs.

**Fonds de capital-risque.** Ce groupe comprend des structures de private equity et des sociétés de capital-risque offrant un ensemble de produits de financement en fonds propres ou en instruments de dette convertible aux IMF à forte croissance des marchés émergents. Les VIM de cette catégorie comprennent des fonds de capital-risque de la première génération (créés par des IFI ou des réseaux, comme ACCION) et des fonds d'investissement de la deuxième génération ayant un ciblage plus commercial ou régional, et attirant des bailleurs privés (par exemple Bellwether en Inde). Ce groupe de VIM détient la plus grande part des investissements en Asie et des engagements importants en Afrique subsaharienne. Bien que les institutions financières internationales soient encore les principaux investisseurs de ce groupe, leur part diminue significativement à mesure que les investisseurs privés locaux et internationaux augmentent leurs engagements. Les fonds de capital-risque se caractérisent par des valeurs d'actifs faibles mais des taux de croissance élevés. Les résultats financiers sont difficiles à comparer à cause des différences de pratiques comptables, notamment en ce qui concerne la valorisation du portefeuille. L'absence d'historique de données ne permet pas non plus d'établir des niveaux de référence pertinents relatifs aux performances. Les fonds d'investissement privés sont coûteux à gérer : leur ratio total de frais s'échelonne de 3 % à 6 % et est similaire à celui des fonds mixtes.

#### Fonds de capital-risque

Total moyen d'actifs : 14 millions USD  
 Maturité moyenne : 2,7 ans  
 Taille moyenne des opérations d'investissement : 1,5 million USD  
 Principaux outils d'investissement : 76 % de participations  
 Ciblage géographique : 39 % ALC et 27 % Afrique subsaharienne  
 Principaux investisseurs : 47 % IFI, 32 % investisseurs institutionnels

## Dernières tendances et problématiques du financement en dettes et en capital

### Produits de dettes: d'un marché de vendeurs à un marché d'acheteurs<sup>17</sup>

Pour les IMF chefs de file, l'offre de crédit est abondante et croissante. De plus en plus de prêteurs, à la fois étrangers et locaux, entrent sur le marché chaque mois.

Les produits de dettes ont jusqu'ici composé la majorité des investissements en microfinance. Ils représentent 78 % de l'ensemble des investissements des VIM. Pendant la seule année 2006, les investisseurs étrangers ont prêté un total de 1 milliard de dollars. Cependant, le nombre d'IMF désireuses, et capables, de se financer par des emprunts commerciaux est relativement faible et la plupart des produits de dettes se concentrent dans les 150 plus grandes IMF.

Les perspectives d'investissement en prêts paraissent moins optimistes qu'il y a quelques années. Le levier financier – correspondant au ratio des dettes à long terme sur le capital total – a augmenté de manière significative. Le ratio d'endettement moyen s'établissant maintenant à 7 pour dans les grandes IMF<sup>18</sup>, les capacités d'emprunt vont se trouver limitées par les règles de capitalisation et de gestion prudentielle. En outre, la majorité des produits de dettes sont libellés en devises fortes. Comme les responsables d'IMF sont de plus en plus conscients des risques de l'emprunt en devises et des coûts et difficultés que représentent les opérations de couverture du risque, la demande de produits de dettes en devises pourrait bien décliner, et faire évoluer la situation vers un risque de change accru pour les investisseurs.

La concurrence pour l'octroi de crédit devient féroce avec l'arrivée de nouveaux fonds et banques locales, sans oublier les institutions financières internationales, qui cherchent très activement

<sup>17</sup> Un marché d'acheteurs est un marché sur lequel les vendeurs sont plus nombreux que les acheteurs. Cet excès d'offre par rapport à la demande se traduit par des prix bas. C'est l'opposé d'un marché de vendeurs.

<sup>18</sup> Étude du MIX conduite par Adrian Gonzalez pour le CGAP.

de nouvelles opportunités d'expansion de leurs propres portefeuilles. Les IMF chefs de file ont désormais la main. Elles mettent les prêteurs en concurrence et négocient durement les conditions. Sur certains marchés, tels que la Bosnie, les prix ont été réduits de plus de 250 points de base en trois ans seulement. Comme l'a déclaré un manager d'IMF bosniaque : « Il y a beaucoup de concurrence entre les prêteurs étrangers pour nous fournir des capitaux. Cela signifie que nous sommes en mesure de négocier très fermement avec les investisseurs et d'obtenir des taux d'intérêt plus bas. Nous devons réduire les taux d'intérêt que nous appliquons aux clients pour rester concurrentiels, de sorte que nous sommes à la recherche des ressources les moins chères possible. »

Au vu de la diminution du prix des crédits et de l'augmentation du levier financier, les taux de rendement ajustés en fonction du risque sont de moins en moins attrayants sur un grand nombre de marchés.

#### **Quelle est la réponse des investisseurs ?**

##### **Montants plus élevés, échéances plus longues.**

Les investisseurs répondent à la demande exprimée par les IMF de prêts plus importants et à plus long terme pour soutenir leurs plans de croissance. Le montant moyen des transactions en produits de dettes des VIM a augmenté de 30 % en un an seulement. Ce qui a pour résultat d'accroître la concentration des risques sur les grandes institutions de microfinance. En moyenne, les véhicules d'investissement en microfinance concentrent 40 % de leurs investissements dans seulement cinq IMF<sup>19</sup>. Les IFI sont également exposées à un risque de crédit direct élevé dans de grandes IMF comme Alamana ou Banco Solidario. La gestion des seuils de risque de crédit devient problématique.

L'échéance des prêts s'allonge. Les IFI offrent des crédits dont le terme peut atteindre 15 ans, et certains véhicules financiers structurés prêtent jusqu'à

sept ou huit ans. Les fonds communs de placement enregistrés, qui octroyaient habituellement des crédits à court terme, parviennent maintenant à une échéance moyenne de près de deux ans. Les IMF sont d'autant plus intéressées par ces financements à plus long terme que de telles facilités ne sont pas disponibles sur les marchés locaux.

##### **Prise de risque plus forte : toucher les segments de marché inférieurs.**

Les VIM et les IFI font de gros efforts pour atteindre les segments inférieurs du marché et prêter à des IMF plus petites. Les IFI ont soutenu la création de fonds locaux, tels que Jaida au Maroc et Bellwether en Inde, afin de fournir des capitaux aux IMF émergentes. Mais leur capacité d'absorption est limitée. Les 300 institutions de microfinance catégorisées par le MIX comme de taille moyenne ne représentent que 11% de l'actif total des IMF. Leur niveau d'endettement est presque aussi élevé que les 150 plus grandes IMF, bien qu'elles soient, en moyenne, 12 fois plus petites. Beaucoup d'IMF moyennes ont besoin de capitaux propres (et dans certains cas d'assistance technique), plus que de prêts.

##### **Produits de dettes en monnaie locale.**

Environ 85 % des financements en dettes aux institutions de microfinance sont en devises étrangères<sup>20</sup>. Toutefois, les investisseurs se consacrent de plus en plus au développement d'instruments de couverture pour pouvoir accorder davantage de crédits en monnaie locale. Certains grands fonds, notamment les fonds communs de placement et les CDO, ont déjà adopté des mécanismes de couverture pour prêter en monnaie locale. ResponsAbility offre maintenant des prêts dans 15 monnaies, et ambitionne de porter ce chiffre à 40 dans les trois à cinq prochaines années. Les IFI développent elles aussi des instruments de couverture du risque de change<sup>21</sup>. Cependant, la plupart des VIM sont encore trop petits et ne peuvent pas se permettre de payer le coût de la couverture du risque sur les prêts en monnaie locale.

<sup>19</sup> Risque de crédit moyen associé aux cinq principaux investissements de 40 fonds ayant participé à l'étude du CGAP sur les VIM en 2006.

<sup>20</sup> Voir Featherston, Littlefield et Mwangi (2006) et CGAP (2006).

<sup>21</sup> En 2007, FMO, en partenariat avec des investisseurs privés et publics, a lancé le TCX Currency Exchange Fund pour offrir des produits monétaires, tels que les swaps de taux d'intérêt, sur les marchés émergents.

Jusqu'ici, le paysage des prêteurs étrangers a été dominé par une poignée de fonds investissant en devises fortes dans un petit nombre de grandes IMF à forte croissance, principalement des institutions réglementées, en Amérique latine et en Europe orientale. Mais il s'agit d'un marché très actif qui évolue rapidement. La concurrence a aiguillonné la diversification et l'innovation. La gamme de produits de crédit offerts aujourd'hui aux IMF est large – prêts subordonnés, prêts à long terme, prêts en monnaie locale, garanties, etc. Les prêteurs commencent aussi à se tourner vers les segments de marché inférieurs et grossissent le flux des capitaux à destination des IMF de taille moyenne. Cependant, dans beaucoup de cas, le marché des produits de dettes est en surchauffe et la tarification ne reflète pas le risque de crédit et le risque souverain réels.

### **Participations au capital: d'un marché en baisse à un marché haussier<sup>22</sup>**

Les investissements en capitaux propres ont naturellement pris du retard sur les investissements en produits de crédit et sont longtemps restés le domaine des investisseurs publics et des investisseurs motivés par des objectifs sociaux.

À première vue, les possibilités d'investissement pour les investisseurs en capitaux semblent très attrayantes. Les IMF à orientation commerciale peuvent en effet combiner des taux de croissance élevés et des taux de rendement des fonds propres à deux chiffres, tout en bénéficiant d'une marge de progression importante étant donné la faible concurrence entre institutions de microfinance sur la plupart des marchés, et le potentiel d'économies d'échelle accrues, de diversification des produits et d'augmentation du levier financier.

Cependant, l'investissement privé en capital se heurte aussi à des difficultés: le nombre réduit d'IMF capables d'accueillir des actionnaires, le manque de normes et de références sur la valorisation des fonds propres<sup>23</sup>, l'absence de marché secondaire et les options de retrait limitées sont autant de freins à ce type d'investissement. Ces facteurs ont contribué à déprimer la valeur des participations jusqu'en 2006<sup>24</sup>.

ProFund est le premier fonds de capital-risque en microfinance, créé par des investisseurs sociaux et des IFI, à achever un cycle d'investissement et de liquidation. Il a investi 20 millions USD dans dix IMF en Amérique latine pendant une période de 10 ans (1995 – 2005) et a enregistré un rendement annuel moyen de 6 %. La plupart des transactions ont été structurées en prêts convertibles plutôt qu'en actions ordinaires et, au moment du retrait, la cession des parts s'est faite au profit des IMF ou des investisseurs existants plutôt qu'au bénéfice de tiers.

Mais le marché évolue rapidement. Certaines IMF sous forme d'ONG prennent la décision de se transformer en entreprises sociales « à but lucratif ». Les modèles d'actionariat et les options de sortie se diversifient. Ces évolutions laissent toutes à penser que les possibilités d'investissement en fonds propres vont s'accroître.

**Plus d'IMF détenues par des actionnaires.** Selon une récente étude réalisée par le CMEF, on dénombre aujourd'hui 222 IMF commerciales réglementées appartenant à des actionnaires, contre 124 il y a deux ans (CMEF, 2006). Les taux de rendement augmentent dans les grandes IMF<sup>25</sup>. La qualité des portefeuilles de microcrédits reste excellente et les IMF ont accès à des sources abondantes d'emprunt à faible coût qu'elles peuvent exploiter pour accroître leurs bénéfices.

22 Sur de tels marchés, le rythme de baisse ou de hausse des prix est supérieur à celui des moyennes historiques.

23 Les normes IFRS (International financial reporting standards) ou les normes comptables généralement reconnues (« NCCGR = GAAP ») imposant la valorisation des titres à leur juste valeur marchande ont peine à s'appliquer dans la plupart des marchés émergents du fait du nombre restreint d'opérations et de l'absence d'un marché secondaire.

24 Selon les études menées par le Council of Microfinance Equity Fund (CMEF) et Opportunity International, les transactions de capitaux effectuées par le biais de placements privés entre 2002 et 2005 ont été tarifées en moyenne à seulement 1,1 fois leur valeur comptable.

25 Les 50 premières IMF de MicroRate ont augmenté leur taux médian de rendement des fonds propres de 14 à 23 % au cours des cinq dernières années, selon MicroRate.

**Valorisation des IMF à la hausse.** L'introduction en Bourse spectaculaire de Compartamos au Mexique – dont le titre a vu sa valeur multipliée par 13 – a surpris beaucoup d'acteurs du marché. Cet exemple a encouragé d'autres IMF à lever des capitaux par ce biais : ProCredit Group en Allemagne, SKS en Inde et Independencia (une société de crédit à la consommation) au Mexique prévoient d'émettre des titres sur leurs marchés locaux. Ces transactions poussent les valorisations des IMF à la hausse. Dernièrement, des opérations ont atteint des multiplicateurs de 1,5 à 3 fois la valeur comptable, soit un niveau proche de celui que connaissent les banques sur les marchés émergents, qui vendent le plus souvent leurs titres entre deux et trois fois leur valeur comptable. Ce la en dépit du peu d'ancienneté des IMF, de leur petite taille et de leur manque relatif de diversification des produits (DiLeo et Fitzherbert 2007).

**Premières sorties d'actionnaires sur certains marchés.** Les opérations boursières mentionnées plus haut sont les premiers véritables cas de sortie d'actionnaires sur le marché de la microfinance, en dehors des cessions aux actionnaires existants ou à des investisseurs spécialisés en microfinance. Sur les grands marchés comme l'Inde ou le Mexique, dont la profondeur est suffisante pour permettre d'éventuelles introductions en Bourse, certains fonds de capital-risque commencent à regarder du côté des IMF. Par exemple, Sequoia Capital, une société de capital-risque ayant investi dans Google et YouTube entre autres, a pris des parts dans SKS Microfinance en Inde avec l'intention explicite de percevoir des gains importants en cas d'introduction en Bourse.

Globalement, l'offre de financement des fonds de capital-risque a augmenté de manière significative; huit fonds de placement spécialisés ont été créés au cours des deux dernières années et les investisseurs institutionnels investissent également directement dans certaines IMF. Les fonds de capital-risque bien établis, comme Blackstone ou Legatum, étudient également les possibilités offertes par la microfinance et prennent des parts dans quelques IMF caractérisées par des rendements élevés et un grand potentiel de croissance. D'autres acteurs, tels que des banques (à la fois locales

et étrangères) ou des opérateurs de téléphonie mobile commencent aussi à évaluer de potentielles acquisitions en microfinance pour avoir accès à l'infrastructure de distribution et à la clientèle loyale des IMF. Ces acteurs pourraient devenir des investisseurs stratégiques de poids dans les grandes IMF.

Faut-il craindre une bulle des « microparticipations » ? Les valorisations de titres en microfinance vont-elles dépasser les moyennes des banques commerciales des marchés émergents ? Que se passera-t-il si les banques de microfinance n'atteignent pas les rendements prévus ? Le marché des prises de participation montre de fait quelques signes d'exubérance. Nous surveillons le cycle de croissance. Cependant, notre opinion est que nous devrions assister à une période de consolidation des prix du marché mais pas à un effondrement, parce que les fondamentaux des entreprises de microfinance sont toujours sains.

## Conclusions

Les investissements dans la microfinance occupent une niche très étroite mais en rapide croissance, à la fois sur le marché des investissements responsables et dans les investissements des marchés émergents. Les investisseurs publics ont été les initiateurs de cette tendance d'investissement. Aujourd'hui se forme un réseau de plus en plus sophistiqué d'investisseurs privés internationaux cherchant les moyens de placer leur argent dans la microfinance, à des niveaux de plus en plus importants. Les investisseurs publics doivent réagir à ces évolutions rapides du marché en déterminant dans quels cas ils ont la plus grande valeur ajoutée, de façon à éviter de prendre la place des investisseurs privés.

Quelle influence les investisseurs du secteur privé vont-ils exercer sur le développement futur de la microfinance ? Manifestement, les investisseurs privés jouent déjà un rôle important dans certains marchés, en apportant non seulement des capitaux, mais, chose tout aussi importante, une capacité de gouvernance cruciale et des compétences essentielles en matière de gestion professionnelle

### De la concurrence à la collaboration : investisseurs publics et privés

Sur les marchés de microfinance les plus développés, les investisseurs publics et privés se livrent une concurrence croissante pour les mêmes investissements. Lorsque cela arrive, les IFI passent souvent devant les investisseurs privés en offrant des taux d'intérêt inférieurs ou des conditions plus souples. Cette attitude a pour effet de retarder le développement du marché financier.

Toutes les IFI et tous les véhicules d'investissement en microfinance à orientation sociale ne sont cependant pas à mettre dans le même panier. Certains offrent des taux d'intérêt bas et sont prêts à accepter des rendements inférieurs au niveau du marché, tandis que d'autres appliquent des taux plus élevés et visent des rendements plus importants (le rendement social étant un « plus »), quasiment comme des investisseurs privés. C'est pour cette raison que l'angle public/privé n'est pas le plus utile pour comprendre les différences de comportement ; on peut opérer une distinction plus pertinente entre les acteurs purement commerciaux cherchant à faire des bénéfices sur leurs capitaux et les fonds d'investissement solidaire – qu'ils soient publics ou privés.

Bien que plusieurs IFI reconnaissent qu'elles devraient se retirer des marchés les plus développés, en vendant, par exemple, à des investisseurs privés leurs actifs détenus dans des grandes IMF rentables, elles ne savent pas toujours préciser quand et comment elles vont le faire. Céder des investissements arrivés à maturité comporte le risque de réduire de manière

significative le portefeuille d'investissement global des IFI, ce qui est contraire aux mesures d'incitation favorisant souvent une stratégie de forte croissance. Du point de vue des IMF, l'engagement de longue date et l'image de marque des institutions financières internationales comptant parmi leurs investisseurs peuvent se révéler essentiels pour protéger leur mission sociale et garantir un certain confort dans un contexte politique et socioéconomique relativement instable. Beaucoup craignent que les investisseurs privés soient les premiers à se retirer en période de crise. Toutefois, étant donné l'appétit croissant des investisseurs pour la microfinance, les IFI ont davantage d'options de sortie et d'opportunités de montrer leur valeur ajoutée là où les autres investisseurs ne s'aventurent pas.

Le rôle le plus important des IFI consiste à investir dans des marchés moins développés et plus pionniers, comme le Yémen ou le Soudan, et à construire de nouvelles IMF qui, à terme, attireront à leur tour les investisseurs privés. Certaines jouent déjà ce rôle. L'institution néerlandaise FMO, par exemple, a engagé le dialogue avec des investisseurs privés et créé des *joint ventures* en partenariat avec eux. Elle a également participé à des offres obligataires locales au profit d'IMF pour encourager les investisseurs privés locaux à suivre à des conditions purement commerciales. Le programme « Microfinance Initiative for Sub-Saharan Africa » financé par la KfW et la SFI contribue également à créer de nouvelles IMF en Afrique.

d'entreprise et de gestion de la croissance. Pour excitante que soit cette tendance à la multiplication des investissements privés étrangers, elle doit être replacée dans son contexte global. La réalité est que l'essentiel des investissements étrangers est concentré sur 150 IMF dans environ 30 pays et deux régions : l'Amérique latine, l'Europe orientale et l'Asie centrale représentent 75 % des flux de capitaux internationaux. L'Afrique et l'Asie, où la pauvreté et la demande potentielle de microfinance sont les plus élevées, ne reçoivent respectivement que 6 % et 7 % de l'investissement global.

En outre, l'investissement étranger n'est jamais qu'une source de financement parmi d'autres. En Asie, beaucoup de grandes IMF à croissance rapide ont les moyens de financer elles-mêmes leurs

opérations grâce à l'intermédiation de l'épargne, les prêts bancaires locaux et les émissions d'obligations. Par exemple, la plus grande IMF au monde, la BRI Unit Desa en Indonésie, compte dix épargnants pour un emprunteur. Même la Grameen Bank, qui avait l'habitude d'emprunter lourdement auprès de sources étrangères, a maintenant un excédent de liquidité issu des dépôts de la clientèle. Dans de nombreux pays africains, le modèle prédominant de microfinance est la coopérative d'épargne, laquelle n'a pas recours aux investissements étrangers. Dans d'autres pays, les banques locales constituent la principale source de financement extérieur. Dans d'autres encore, les IMF sont très jeunes et sont tributaires de bailleurs de fonds gouvernementaux, de fondations, d'ONG ou d'institutions faitières pour se financer.

Quel impact l'investissement étranger est-il donc susceptible d'avoir sur l'objectif social de la microfinance? Contrairement aux sources de financement locales –dépôts, prêts des banques locales et émissions obligataires– qui sont généralement de nature strictement commerciale, la plupart des investisseurs étrangers cherchent à la fois un rendement financier et un impact social. Jusqu'ici, il semble que les IMF ayant bénéficié d'investissements étrangers soient restées centrées sur ce double objectif de résultat.

Les investisseurs socialement responsables sont plus sensibles au développement de normes environnementales et de performance sociale en microfinance. Triodos pousse déjà les IMF à être plus transparentes sur leur impact social, leurs pratiques de crédit et leur politique environnementale et a adopté le cadre de reporting de la Global Reporting Initiative (« GRI »). D'autres plaident pour le développement de services de notation sociale qui pourraient aider les investisseurs responsables à identifier les IMF les plus performantes dans certains domaines clés, comme le niveau de pauvreté de la clientèle, la promotion de l'équité hommes-femmes ou les pratiques de crédit responsable. Ces services permettraient d'identifier les institutions dont l'impact social est discutable et celles dont les pratiques de crédit sont abusives. Ainsi, les investisseurs responsables peuvent jouer un rôle majeur dans l'amélioration de la transparence et la responsabilisation des IMF en matière de performances sociales.

Toutefois, le marché assiste également à l'entrée d'investisseurs étrangers qui placent leurs ressources dans la microfinance pour des raisons purement commerciales et visent un rendement financier plus élevé. Certains investisseurs institutionnels spécialisés sur les marchés émergents commencent à investir dans des IMF à forte croissance, avec des objectifs de rentabilité de 20 à 30 %. Bien que la part de ce type d'investissement soit encore extrêmement faible, celui-ci soulève une question importante: l'arrivée d'investisseurs visant la maximisation des

profits permettra-t-elle à la microfinance de préserver sa mission sociale? Les bénéficiaires seront-ils réinvestis dans l'intérêt des clients par le biais, par exemple, de la baisse des taux d'intérêt ou l'extension de services dans des zones plus reculées, ou l'objectif premier sera-t-il d'assurer aux actionnaires un rendement financier maximal aux dépens des intérêts de la clientèle? Ces questions engendrent déjà des tensions au sein des conseils d'administration des institutions de microfinance.

Les administrateurs des IMF doivent comprendre quelle est la nature des options financières qui s'offrent à eux, ainsi que leurs conséquences et les arbitrages qu'elles impliquent. L'apport de capitaux d'investisseurs privés est certes attrayant, mais il s'accompagne d'attentes importantes –rendement financier élevé et rapide (en moins de cinq ans) –et oblige à centrer l'attention sur la rentabilité financière de l'institution, parfois aux dépens de l'intérêt des clients. Certaines IMF, comme SKS en Inde, ont eu recours à une source privée de capital-risque et sont convaincues qu'elles peuvent à la fois optimiser les bénéfices et offrir une valeur ajoutée sociale aux clients pauvres par le biais d'un modèle économique à forte croissance. D'autres IMF cherchent à atteindre la viabilité financière tout en concentrant leurs efforts sur l'amélioration de leur impact social en approfondissant leur portée, en étendant les services dans les zones reculées ou en augmentant la gamme et la qualité des services. Ces IMF recherchent des investisseurs dotés d'une orientation sociale plus forte.

Il est nécessaire d'avoir accès à des informations plus complètes sur les performances sociales et financières des institutions de microfinance mais aussi des véhicules d'investissement en microfinance, pour pouvoir assurer une meilleure allocation des financements. Un marché financier plus efficace intégrant les attentes sociales et financières peut contribuer à établir un secteur de la microfinance solide, en mesure de remplir son rôle: offrir à tous des services financiers pérennes et responsables.

# Annexe

**Annexe 1. VIM ayant participé à l'étude du CGAP et de Symbiotic**

**Annexe 2. Transactions de CDO réalisées à ce jour**

**Annexe 3. Abréviations et acronymes**

**Annexe 4. Bibliographie**

## Annexe 1. VIM ayant participé à l'étude du CGAP et de Symbiotic

### Fonds communs de placement enregistrés

ASN-Novib Fonds  
 Dexia Microcredit Fund  
 Dual Return Fund SICAV  
 responsAbility Global Microfinance Fund  
 St. Honoré Microfinance  
 Triodos Fair Share Fund

### Fonds d'investissement en produits de dettes

Global Microfinance Consortium  
 European Fund for South East Europe  
 Impulse Microfinance Investment Fund NV  
 MicroCredit Enterprises  
 MicroVest I, LP  
 Triodos-Doen Foundation

### Instruments financiers structurés

BlueOrchard Loans for Development 2006-1  
 BlueOrchard Microfinance Securities-1 (BOMS1)  
 Microfinance Loan Obligations SA, Compartment  
 Opportunity Eastern Europe 2005-1  
 Microfinance Securities XXEB

### Fonds d'investissement solidaire

The Dignity Fund, L.P.  
 Fonds International de Garantie  
 Hivos-Triodos Fund Foundation  
 Incofin cvso  
 Opportunity Loan Guarantee Fund I, LLC  
 International Solidarity For Development and Investment

### Sociétés holding de banques de microfinance

Global Microfinance Group SA  
 Advans  
 MicroCred  
 Opportunity Transformation Investments, Inc.

### Fonds de capital-risque

ACCION Investments in Microfinance SPC  
 Africap Microfinance Fund Ltd  
 Bellwether Microfinance Fund  
 Balkan Financial Sector Equity Fund CV  
 Investisseur et Partenaire pour le Développement  
 ShoreCap International, Ltd.

### Fonds hors catégorie

Calvert Social Investment Foundation  
 BBA Codespa Microfinanzas  
 Finethic Microfinance SCA SICAR  
 Gray Ghost Microfinance Fund LLC  
 Oikocredit  
 Procredit Holding  
 responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund  
 Unitus

## Annexe 2. Transactions de CDO réalisées à ce jour

2004	2005	2006	2007	2008
<b>Blue Orchard Microfinance Securities LLC</b>	<b>Microfinance Loan Obligations – Opportunity Eastern Europe 2005-1</b>	<b>Blue Orchard Loans for Development I</b>	<b>Blue Orchard Loans for Development II</b>	<b>Global Microfinance Facility</b>
Juil-04	Nov-05	Avr-06	Mai-07	TBD
87 MM USD	60 MM USD	99,21 MM USD	110,2 MM USD	165 MM USD
5 profils de risque, échéance 7 ans, obligation senior garantie par l’OPIC	3 profils de risque, obligation senior garantie par l’EIF	2 profils de risque	3 profils de risque, échéance 7 ans	Portefeuille nécessitant une gestion active jusqu’en 2014
—	Obligation senior notée AAA/Aaa/AAA (avec couverture EIF)	—	Classe A notée AA (S&P), Classe B notée BBB (S&P) Classe C non notée	Obligations senior notées AA (Fitch)
14 IMF, 9 pays	IMF, 7 pays	21 IMF, 13 pays	20 IMF, 12 pays	30 IMF, 13 pays
Lancé par Blue Orchard Finance SA & Developing World Markets	Lancé par Opportunity International. Mis en place par Symbiotics & European Investment Fund	Structuré par Morgan Stanley. Lancé par Blue Orchard	Structuré par Morgan Stanley. Lancé par Blue Orchard	Structuré par Citigroup
		<b>Microfinance Securities XXEB 2011</b>	<b>MicroAccess Trust</b>	
		<b>Juin-06</b>	<b>Juil-07</b>	
		60 MM USD	39 MM USD	
		4 profils de risque, échéance 5 ans	1 profil de risque	
		Obligations senior notées A1 par MicroRate (échelle Moodys)	—	
		26 IMF, 17 pays	10 IMF, 8 pays	
		Lancé par Developing World Markets. Mis en place par Symbiotics & Global Partnerships	Structuré par Lehman Brothers pour MicroVest Capital Management	
			<b>Microfinance-Invest Nr. 1</b>	
			<b>Sep-07</b>	
			60 MM USD	
			3 profils de risque, échéance 7 ans	
			Obligations senior notées AAA (Fitch)	
			21 IMF, 15 pays	
			Structuré par DeutscheBank	

### Annexe 3. Abréviations et acronymes

AECI	Agencia Española De Cooperación Internacional
ALC	Amérique latine et Caraïbes
BERD	Banque européenne pour la reconstruction et le développement
BID	Banque interaméricaine de développement
BOLD	Blue Orchard Loans for Development I and II
BOMS	Blue Orchard Microfinance Securities LLC
CDO	Collateralized Debt Obligation
CGAP	Groupe consultatif d'assistance aux pauvres
CLO	Collateralized Loan Obligation
CMEF	Council for Microfinance Equity Funds
EAC	Europe orientale et Asie centrale
EFSE	European Fund for Southeast Europe
FMO	The Netherlands Finance Development Company
IFI	Institution financière internationale
IMF	Institution de microfinance
KfW	Kreditanstalt für Wiederaufbau
MIX	Microfinance Information Exchange Inc.
ONG	Organisation non gouvernementale
OPIC	Overseas Private Investment Corporation
S&P	Standard and Poor's (agence de rating)
SFI	Société financière internationale
VIM	Véhicule d'investissement en microfinance

## Annexe 4. Bibliographie

- Abrams J., von Stauffenberg D. 2007. *Role Reversal. Are Public Development Institutions Crowding Out Private Investment in Microfinance?* MicroRate. <http://www.microrate.com/pdf/rolereversal.pdf>.
- O'Brien Barclay. 2006. "Valuing Microfinance Institutions." *Savings and Development* (3):275–96.
- DiLeo P., Fitzherbert D. 2007. *The Investment Opportunity in Microfinance. An Overview of Current Trends and Issues*. Grassroots Capital Management LLC., June. [http://www.grayghostfund.com/industry\\_insights/viewpoints/the\\_investment\\_opportunity\\_in\\_microfinance](http://www.grayghostfund.com/industry_insights/viewpoints/the_investment_opportunity_in_microfinance).
- Forum for the Future. 2007. *New Horizons. Creating Value, Enabling Livelihoods*. London: Forum for the Future.
- Goodman P. 2004. "Microfinance Investment Funds: Objectives, Players, Potential." *2004 KfW Financial Sector Development Symposium*. Luxembourg: Appui au Développement Autonome.
- Goodman P. 2005. *Microfinance Investment Funds: Key Features*. Luxembourg: Appui au Développement Autonome.
- ING. 2006. *A Billion to Gain. A study on global financial institutions and microfinance*. The Netherlands: ING.
- Ivatury G., Abrams J. 2005. "The Market for Foreign Investment in Microfinance: Opportunities and Challenges." Focus Note 30. Washington, D.C.: CGAP, August. [http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote\\_30.pdf](http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_30.pdf).
- Ivatury G., Reille X. 2004. "Foreign Investment in Microfinance: Debt and Equity from Quasi-Commercial Investors." Focus Note 25. Washington, D.C.: CGAP, January. [http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote\\_25.pdf](http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_25.pdf) (disponible en français).
- MIXMarket. <http://www.mixmarket.org/>.
- Pouliot R. 2007. "Governance, Transparency and Accountability in the Microfinance Investment Fund Industry." In *Microfinance Investment Funds*. Springer Berlin Heidelberg, Part II, pp. 147–74. Berlin: Kreditanstalt für Wiederaufbau.
- Rhyne B., Busch B. 2006. *The Growth of Commercial Microfinance: 2004 – 2006*. Council of Microfinance Equity Funds.
- Swanson B. 2007. "The Role of International Capital Markets in Microfinance." <http://www.dwmarkets.com/Resources.htm>.

**CGAP - Performances des véhicules d'investissement en microfinance Bilan des VIM**

Tableau des groupes de comparaison

produit par Symbiotics

Les montants sont exprimés en millions USD et correspondent à la moyenne arithmétique de chaque groupe au 31-12-2006. Le nombre entre parenthèses indique la taille de l'échantillon.

	Total des VIM, N = 40		Fonds communs de placement enregistrés, N = 6		Fonds de capital-risque, N = 6		Sociétés holding, N = 4		Fonds d'investissement en produits de dettes, N = 5		Fonds d'investissements solidaires, N = 7		Total Actifs		Actifs Microfinance	
	% TA	% MP	% TA	% MP	% TA	% MP	% TA	% MP	% TA	% MP	% TA	% MP	% TA	% MP		
<b>Bilan moyen des VIM (millions USD)</b>																
Total actifs (TA)	66.3 (40)	100.0 %	65.1 (6)	100.0 %	14.0 (6)	100.0 %	15.5 (4)	100.0 %	87.3 (5)	100.0 %	20.8 (7)	100.0 %	69.7 (4)	100.0 %		
Actif net (NAV)	51.8 (40)	78.1 %	63.3 (6)	97.3 %	13.4 (6)	95.9 %	11.9 (4)	77.0 %	67.0 (4)	76.7 %	11.7 (7)	55.9 %	68.9 (4)	98.8 %		
Portefeuille de microfinance (MP)	43.9 (40)	66.3 %	48.9 (6)	75.1 %	11.7 (6)	83.5 %	11.0 (4)	70.8 %	56.0 (5)	64.1 %	15.8 (7)	75.9 %	67.0 (4)	96.1 %		
Total actifs liquides	8.9 (40)	13.4 %	8.0 (6)	12.3 %	1.7 (6)	11.8 %	4.3 (4)	27.7 %	59.0 (5)	6.8 %	3.8 (7)	18.5 %	2.0 (4)	2.9 %		
<b>Portefeuille de microfinance (MP)</b>																
(\$ Million)																
Investissements en microfinance	43.9 (40)		48.9 (6)		11.7 (6)		11.0 (4)		56.0 (5)		15.8 (7)		67.0 (4)			
Portefeuille de microfinance (participations)	9.3 (40)	21.1 %	3.1 (6)	6.4 %	8.8 (6)	75.6 %	10.2 (4)	92.8 %	6.0 (5)	1.0 %	4.4 (7)	28.1 %	- (4)			
Portefeuille de microfinance (produits de dettes)	34.0 (40)	77.4 %	45.5 (6)	93.1 %	2.9 (6)	24.4 %	0.8 (4)	7.2 %	52.0 (5)	92.8 %	10.6 (7)	66.8 %	67.0 (4)	100.0 %		
Portefeuille de microfinance (garanties)	7.0 (40)	1.5 %	3.0 (6)	0.5 %	- (6)		- (4)		34.0 (5)	6.1 %	0.8 (7)	5.0 %	- (4)			
Maturité des investissements en prêts (mois)	38 (17)		19 (4)		44 (3)		- (4)		44 (4)		21 (1)		50 (2)			
Investissements directs dans des IMF	41.5 (40)	94.4 %	43.6 (6)	89.2 %	11.6 (6)	99.3 %	11.0 (4)	99.8 %	54.9 (5)	98.1 %	14.8 (7)	93.4 %	67.0 (4)	100.0 %		
Investissements dans d'autres VIM	2.5 (40)	5.6 %	5.3 (6)	10.8 %	1.0 (6)	0.7 %	211.40 (4)	0.2 %	11.0 (5)	1.9 %	1.0 (7)	6.6 %	- (4)			
<b>Répartition géographique</b>																
Europe orientale et Asie centrale	20.0 (40)	45.4 %	16.1 (6)	32.9 %	0.6 (6)	4.8 %	52.0 (4)	47.8 %	44.8 (5)	79.9 %	2.4 (7)	15.3 %	25.6 (4)	38.2 %		
Amérique latine	15.5 (40)	35.3 %	21.6 (6)	44.1 %	4.5 (6)	38.8 %	1.3 (4)	11.4 %	9.0 (5)	16.1 %	6.1 (7)	38.5 %	368.0 (4)	54.9 %		
Asie de l'Est et Pacifique	2.3 (40)	5.3 %	1.6 (6)	3.3 %	1.7 (6)	14.3 %	3.0 (4)	2.5 %	1.0 (5)	1.7 %	2.0 (7)	12.7 %	25.0 (4)	3.7 %		
Asie du Sud	12.0 (40)	2.7 %	1.9 (6)	3.8 %	1.8 (6)	15.7 %	1.0 (4)	0.6 %	0.2 (5)	0.3 %	0.8 (7)	5.1 %	1.0 (4)	1.5 %		
Moyen-Orient et Afrique du Nord	0.1 (40)	0.2 %	0.1 (6)	0.2 %	- (6)		- (4)		- (5)		0.2 (7)	1.1 %	3.0 (4)	0.4 %		
Afrique subsaharienne	3.1 (40)	6.9 %	1.9 (6)	3.8 %	3.1 (6)	26.5 %	3.4 (4)	31.1 %	0.8 (5)	1.5 %	41.0 (7)	25.9 %	- (4)			
Autres	1.8 (40)	4.2 %	5.9 (6)	12.0 %	- (6)		0.7 (4)	6.5 %	2.0 (5)	0.4 %	0.2 (7)	1.5 %	0.9 (4)	1.3 %		
<b>Concentration des risques</b>																
Premier risque pays	8.3 (40)	18.8 %	8.0 (6)	16.3 %	4.2 (6)	36.0 %	3.6 (4)	33.2 %	15.4 (5)	27.6 %	2.5 (7)	16.0 %	12.0 (4)	17.8 %		
5 premiers risques pays	26.9 (40)	61.3 %	25.6 (6)	52.4 %	9.0 (6)	76.6 %	7.9 (4)	72.1 %	46.6 (5)	83.1 %	9.1 (7)	57.4 %	48.5 (4)	72.4 %		
Première position microfinance	71.0 (40)	16.2 %	5.6 (6)	11.4 %	3.5 (6)	30.3 %	3.6 (4)	33.2 %	13.6 (5)	24.3 %	2.0 (7)	12.4 %	9.5 (4)	14.1 %		
5 premières positions microfinance	20.8 (40)	47.4 %	168.0 (6)	34.4 %	8.7 (6)	74.3 %	7.9 (4)	72.1 %	30.2 (5)	54.0 %	61.0 (7)	38.6 %	35.8 (4)	53.4 %		
Première position de change non couverte	3.9 (39)	11.2 %	0.3 (6)	0.5 %	3.1 (6)	26.7 %	3.4 (4)	30.6 %	1.0 (5)	0.1 %	1.7 (7)	10.5 %	2.6 (4)	3.8 %		
5 premières positions de change non couvertes	6.8 (39)	19.6 %	7.0 (6)	1.5 %	6.8 (6)	57.8 %	7.6 (4)	69.5 %	1.0 (5)	0.1 %	4.6 (7)	29.2 %	3.2 (4)	4.8 %		
<b>Type d'investisseur (TI)</b>																
Institutions publiques	20.2 (33)	30.1 %	5.0 (6)	0.8 %	10.6 (6)	46.5 %	5.8 (3)	63.2 %	14.0 (4)*	4.4 %	20.02 (6)	0.1 %	128.0 (2)	27.2 %		
Institutions privées	19.0 (33)	28.4 %	207.0 (6)	32.4 %	7.5 (4)	32.8 %	2.8 (3)	30.4 %	13.5 (4)*	43.5 %	1.8 (6)	12.5 %	286.0 (2)	60.7 %		
VIM	2.3 (33)	3.4 %	5.0 (6)	7.8 %	1.5 (4)	6.6 %	- (3)	1.3 (4)*	4.3 (4)*	2.9 %	0.4 (6)	2.9 %	4.3 (2)	9.1 %		
Autres (ONG, fondations, individus)	25.5 (33)	38.1 %	37.7 (6)	59.0 %	3.2 (4)	14.1 %	0.6 (3)	6.4 %	148.0 (4)*	47.8 %	12.4 (6)	84.5 %	14.0 (2)	3.0 %		

## Noms des VIM

Tous VIM des groupes de pairs et BBVA, Calvert Social Investment Foundation, Finethic Microfinance SCA SICAR, Gray Ghost Microfinance Fund LLC, Oikocredit, Procredit Holding, responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund, Unitus Equity Fund.	ASN-Novib Fonds, Dexia Microcredit Fund, Dual Return Fund SICAV, responsAbility Global Microfinance Fund, St. Honoré Microfinance, Triodos Fair Share Fund.	ACCION Investments in Microfinance SPC, Africap Microfinance Fund Ltd, Bellwether Microfinance Fund, Balkan Financial Sector Equity Fund CV, Investisseur et Partenaire pour le Développement (I&P), ShoreCap International, Ltd.	Global Microfinance Group SA, Advans, MicroCred, Opportunity Transformation Investments, Inc.	Global Microfinance Consortium, The Dignity Fund, LP, European Fund for South East Europe, Impulse Microfinance Investment Fund NV, MicroVest I, LP.	Fonds International de Garantie, Hivos-Triodos Fund Foundation, Incofin cvso, MicroCredit Enterprises, Opportunity Loan Guarantee Fund I, LLC, International Solidarity For Development and Investment, Triodos-Doen Foundation.	BlueOrchard Loans for Development 2006-1, BlueOrchard Microfinance Securities-1 (BOMS1), Microfinance Loan Obligations SA - Compartment Opportunity Eastern Europe 2005-1, Microfinance Securities XXEB.
--	---	---	---	--	--	--

## Rating de la qualité des données fournies (moy)

1 = données fournies par les VIM et validées par des états financiers audités,  
 2 = données fournies par les VIM et validées par des états financiers non audités, 3 = données fournies par les VIM sans états financiers

1.9	1.5	2.0	2.0	1.6	1.0	2.8
-----	-----	-----	-----	-----	-----	-----

## CGAP – Performances des véhicules d'investissement en microfinance Résultats et performance des VIM

Tableau des groupes de comparaison

Étude	Nbre de VIM	Total Actifs	Actifs Microfinance
Monde (VIM actifs 2006, CGAP)	64	3,049	1,987
Échantillon	40	2,651	1,758
	62.5 %	86.9 %	88.5 %

produit par Symbiotics

Les montants sont exprimés en millions USD et correspondent à la moyenne arithmétique de chaque groupe au 31-12-2006. Le nombre entre parenthèses indique la taille de l'échantillon.

Total des VIM, N = 40

Taille	Fonds communs de placement enregistrés		Fonds de capital-risque		Sociétés holding		Fonds d'investissement en produits de dettes		Fonds d'investissements solidaires		Instruments financiers structurés	
	65.1 (6)	60.7 (5)	14.0 (6)	76.0 (5)	15.5 (4)	45.0 (3)	87.3 (5)	20.8 (7)	25.0 (6)	69.7 (4)	130.4 (2)	
Total actifs (TA) (millions USD)	66.3 (40)											
Croissance annuelle du TA (pour VIM existants en 2005)	68.4 (28)											
Âge	4.6 (40)	4.0 (6)	2.7 (6)		2.3 (4)		1.4 (5)	10.4 (7)		0.8 (4)		
Nbre d'années depuis création												
Taille moyenne des opérations (millions USD)	2.2 (40)	3.1 (6)	1.5 (6)		1.9 (4)		7.0 (5)	0.6 (7)		- (4)		
Taille moyenne des investissements en capitaux propres	1.3 (40)	0.9 (6)	0.6 (6)		5.0 (4)		2.6 (5)	0.5 (7)		4.1 (4)		
Taille moyenne des investissements en prêts	1.5 (40)	1.0 (6)	1.5 (6)		1.8 (4)		2.5 (5)	0.6 (7)		4.1 (4)		
Taille moyenne des investissements directs dans des IMF	1.0 (40)	1.7 (6)	0.5 (6)		1.0 (4)		1.4 (5)	0.3 (7)		- (4)		
Taille moyenne des investissements dans d'autres VIM												

### Rendement financier

Monnaie de valorisation	EUR	USD-
Valeur de l'actif net	38.0 (4)	48.7 (3)
Rendement total annuel	3.2 (5)	5.8 (2)
Premium/Euribor/Libor 3 mois	10 BPS (5)	60 BPS (4)
Rendement moyen annuel depuis la création	2.3 (5)	4.1 (5)
Classe de risque (senior, mezzanine, junior ...)	-	-
% intérêts subordonnés	-	-
% intérêts senior	-	-
Premium / au taux de référence	-	-
Maturité moyenne, années	-	-
Structure de coûts	% ANAV 2.7 (5)	% TA 4.1 (4)
Ratio total de frais opérationnels	% TA 2.0 (3)	% TA 8.4 (3)
Endettement	% TA 2.0 (3)	% TA 8.4 (3)
Dettes/fonds propres	% TA 30.4 (4)	% TA 29.9 (4)
Juridiction des VIM (par TA)	% TA 18.3 (5)	% TA 18.3 (5)
Europe de l'Ouest	% TA 175.1 (2)	% TA 80.2 (2)
Amérique du Nord	% TA 15.4 (2)	% TA 7.0 (2)
Amérique centrale, Mexique et Caraïbes	% TA 55.8 (1)	% TA 12.8 (1)
Afrique	% TA -	% TA -
Asie du Sud	% TA -	% TA -

Notes	% Notes
Senior	5.4 (4)
Junior	5.4 (4)
0.0 %	81.4 % (4)
40.1 %	3.3 % (3)
20 BPS	400 BPS (4)

% TA	% TA
6.1 (7)	6.1 (7)
1.3 (3)	1.3 (3)

% TA	% TA
18.3 (5)	18.3 (5)
25.8 (5)	25.8 (5)
8.4 (2)	8.4 (2)
55.8 (1)	55.8 (1)
15.4 (2)	15.4 (2)
6.0 (1)	6.0 (1)

% TA	% TA
4.5 (3)	4.5 (3)
48.5 (1)	48.5 (1)
19.9 (1)	19.9 (1)
15.4 (2)	15.4 (2)
6.0 (1)	6.0 (1)

% TA	% TA
21.8 (3)	21.8 (3)
78.2 (1)	78.2 (1)
55.8 (1)	55.8 (1)
36.8 (2)	36.8 (2)
7.2 (1)	7.2 (1)

% TA	% TA
80.2 (2)	80.2 (2)
7.0 (2)	7.0 (2)
12.8 (1)	12.8 (1)
65.0 (3)	65.0 (3)
84.0 (1)	84.0 (1)

% TA	% TA
88.5 (5)	88.5 (5)
11.5 (2)	11.5 (2)
30.1 (1)	30.1 (1)

% TA	% TA
65.0 (3)	65.0 (3)
84.0 (1)	84.0 (1)

% TA	% TA
65.0 (3)	65.0 (3)
84.0 (1)	84.0 (1)

% TA	% TA
65.0 (3)	65.0 (3)
84.0 (1)	84.0 (1)

% TA	% TA
65.0 (3)	65.0 (3)
84.0 (1)	84.0 (1)

% TA	% TA
65.0 (3)	65.0 (3)
84.0 (1)	84.0 (1)

% TA	% TA
65.0 (3)	65.0 (3)
84.0 (1)	84.0 (1)

Noms des VIM

Tous VIM des groupes de pairs et BBVA, Calvert Social Investment Foundation, Finethic Microfinance SCA SICAR, Gray Ghost Microfinance Fund LLC, Ojkoocredit, Procredit Holding, responsAbility SICAV Microfinance Leaders Fund, Unitus Equity Fund.	ASN-Novib Fonds, Dexia Microcredit Fund, Dual Return Fund SICAV, responsAbility Global Microfinance Fund, St. Honoré Microfinance, Triodos Fair Share Fund.	ACCION Investments in Microfinance SPC, Africap Microfinance Fund Ltd, Bellwether Microfinance Fund, Balkan Financial Sector Equity Fund CV, Investisseur et Partenaire pour le Développement (I&P), ShoreCap International, Ltd.	Global Microfinance Group SA, Advans, MicroCred, Opportunity Transformation Investments, Inc.	Global Microfinance Consortium, The Dignity Fund, LP, European Fund for South East Europe, Impulse Microfinance Investment Fund NV, MicroVest I, LP.	Fonds International de Garantie, Hivos-Triodos Fund Foundation, Incofin cvso, MicroCredit Enterprises, Opportunity Loan Guarantee Fund I, LLC, International Solidarity For Development and Investment, Triodos-Doen Foundation.	BlueOrchard Loans for Development 2006-1, BlueOrchard Microfinance Securities-1 (BOMS1), Microfinance Loan Obligations SA - Compartment Opportunity Eastern Europe 2005-1, Microfinance Securities XXEB.
	1.9	1.5	2.0	1.6	1.0	2.8
<b>Rating de la qualité des données fournies (moy)</b>						
1 = données fournies par les VIM et validées par des états financiers audités, 2 = données fournies par les VIM et validées par des états financiers non audités, 3 = données fournies par les VIM sans états financiers						





Nous vous encourageons à partager cette Note Focus avec vos collègues ou à nous contacter pour recevoir des exemplaires supplémentaires de ce numéro ou d'autres de la même série.

Nous vous invitons à nous faire part de vos commentaires sur ce document.

Toutes les publications du CGAP sont disponibles sur son site : [www.cgap.org](http://www.cgap.org).

CGAP  
1818 H Street, NW  
MSN P3-300  
Washington, DC  
20433 États-Unis

Tél. : 202-473-9594  
Fax : 202-522-3744  
E-mail : [cgap@worldbank.org](mailto:cgap@worldbank.org)  
© CGAP, 2008

Cette Note Focus a été rédigée par Xavier Reille, expert microfinance senior du CGAP, et Sarah Forster, directrice de Geoeconomics, cabinet indépendant. Les auteurs souhaitent remercier Tanya Surendra, Adrian Gonzalez du MIX et Yannis Berthouzoz de Symbiotics pour leur aide à la recherche. Ils expriment également leur gratitude à Alexia Latortue, Elizabeth Littlefield, Kate McKee et Jeannette Thomas pour leurs apports. Les auteurs adressent aussi leurs remerciements aux investisseurs, IMF et analystes interrogés dans le cadre de cette étude :

Fouad Abdelmoumni, Alamana  
Deborah Burand, Grameen Foundation  
Alice Chapple et Vedant Walia, Forum for the Future  
Ian Callaghan, Morgan Stanley  
Roland Dominice et Patrick Goodman, Symbiotics  
Braco Erceg, Microfin Bosnia  
David Fitzherbert, Gray Ghost  
Susan Johnson, Bath University  
Ann Miles, BlueOrchard  
Nejira Nalic, Mi-Bospo  
Robert Pouliot, RCP  
Alex Silva, Omnitrix

Les travaux du CGAP sont fréquemment cités dans d'autres publications. Nous suggérons la citation suivante pour cette Note Focus :

Reille X., Forster S., *Investissements étrangers en microfinance : conjuguer objectifs sociaux et financiers*, Note Focus °44, Washington, D.C.: CGAP, 2008.

