

LES FONDS D'INVESTISSEMENT EN MICROFINANCE : NOUVELLE NICHE DE LA FINANCE ÉTHIQUE ?

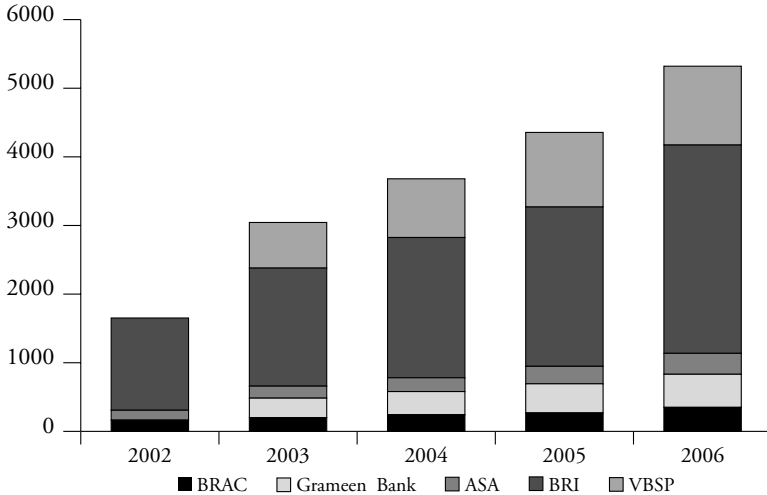
YVES JÉGOUREL *

Fort de ses reconnaissances institutionnelles majeures, le secteur de la microfinance semble aujourd'hui s'affirmer comme un des modèles pertinents, à l'échelle internationale, de lutte contre l'exclusion bancaire¹ et, en conséquence, de lutte contre la pauvreté et l'exclusion sociale. En privilégiant des procédures simples, rapides et incitatives, adaptées à une clientèle défavorisée, la microfinance a su en effet réussir là où le secteur bancaire traditionnel a échoué. En développant des modèles originaux de crédit (prêt de groupe, prêt à des groupes de crédit et prêt progressif notamment) permettant à la fois de mieux gérer l'asymétrie d'information inhérente à toute relation prêteur-emprunteur et de substituer des mécanismes incitatifs de remboursement à une caution matérielle inexistante ou inadaptée, ce secteur spécifique de la finance a pu démontrer que des personnes pauvres, traditionnellement exclues - totalement ou partiellement - du secteur bancaire pouvaient être, sous certaines conditions, non seulement parfaitement solvables, mais aussi parfois rentables².

Comptant aujourd'hui plus de 10 000 institutions de microfinance (IMF) et servant plus de 110 millions de bénéficiaires de par le monde pour un encours de prêts sans cesse croissant (graphique 1), cette finance dite « inclusive »³ doit pourtant relever encore de nombreux défis, au premier desquels son insertion durable dans les sphères financières, nationale et internationale.

* Maître de conférences à l'université Montesquieu Bordeaux IV, rattaché au Laboratoire d'analyse et de recherche en économie et finance internationales (LARE-efi) et chercheur associé à BEM Bordeaux Management School.

Graphique 1
Portefeuilles de prêts des cinq plus grandes IMF
 (en M\$)



Source : The MixMarket⁴.

90

Avec un volume global de prêts accordés estimé actuellement entre 25 et 30 Md\$, mais un marché évalué à 250 Md\$ (Deutsche Bank Research, 2007), le secteur de la microfinance doit trouver les ressources financières de son développement. Plus de deux tiers des encours de crédits délivrés par les IMF sont aujourd'hui couverts par de l'épargne nationale provenant pour l'essentiel des micro-entrepreneurs eux-mêmes, mais ce sont les financements internationaux, en particulier les capitaux privés, qui semblent les plus à même de satisfaire ce besoin de financement considérable. Dès lors, la capacité des IMF à démontrer qu'elles peuvent être performantes d'un point de vue financier et ainsi lever des fonds sur les marchés internationaux s'impose comme une des conditions de leur développement.

UN SECTEUR EN QUÊTE DE PERFORMANCE FINANCIÈRE ?

Toutes les IMF n'ont pas vocation à rechercher cette performance financière : le secteur de la microfinance se caractérise par un continuum d'institutions, de la coopérative d'épargne-crédit à l'institution financière ou bancaire et seules les plus matures d'entre elles ont cette capacité. S'interrogeant sur la capacité de la microfinance à s'intégrer dans la sphère financière traditionnelle et à accéder aux marchés financiers internationaux, des travaux empiriques récents se sont

intéressés à la mesure de la performance financière des IMF, définie au sens strict comme la capacité de celles-ci à reporter sur les clients la totalité du coût des services qu'elles octroient (Copestake, 2007). Utilisant un échantillon de 124 IMF couvrant 49 pays en développement et représentatif des différentes techniques d'octroi de microcrédit (caisse villageoise, prêt de groupe et prêt individuel), Cull et *al.* (2006) mettent en évidence que plus de la moitié des IMF sont autonomes financièrement⁵. Autonomie financière n'est cependant pas synonyme de viabilité institutionnelle. Ainsi, seulement 1 à 2 % des IMF sont aujourd'hui des institutions financières ou bancaires rentables et 8 % pourraient rapidement le devenir. Elles concentrent cependant à elles seules la majorité des microcrédits accordés.

La recherche d'une performance financière ne s'oppose pas nécessairement aux ambitions sociales de la microfinance car, derrière l'image d'Épinal d'un secteur vertueux par nature, se cache une réalité plus complexe. Lutter contre la pauvreté *via* l'inclusion financière ne fait en effet pas de toutes les IMF des organismes purement philanthropiques. L'ambition sociale de la microfinance ne tient pas à l'octroi d'un microcrédit dont le taux serait nécessairement inférieur aux conditions de marché. Conformément aux travaux de Sen sur les « capacités », elle vise à répondre à une situation de privation de libertés individuelles dont sont traditionnellement victimes les personnes pauvres ou exclues socialement : celle d'accéder à des ressources financières afin de créer sa propre activité, sans pour autant que cela n'entame la viabilité opérationnelle, financière ou institutionnelle des IMF qui les financent. Comme le rappellent Littlefield et Rosenberg (2004), « la plupart des pionniers du micro-financement moderne étaient des organisations non gouvernementales à vocation sociale sans but lucratif qui ont mis au point une gamme de techniques de crédit : au lieu d'exiger des garanties, elles ont réduit leurs risques en réclamant une garantie de groupe, en analysant les flux de trésorerie des ménages et en accordant, pour commencer, des prêts peu élevés afin de tester le client. L'expérience montre que les pauvres remboursent sans faillir les prêts non garantis et sont disposés à payer l'intégralité de leur coût, ce dernier étant pour eux moins important que l'accès au crédit ». Il s'agit en conséquence d'offrir des services financiers aux personnes défavorisées et de facturer ces services - dans le respect des capacités financières de ces personnes - afin que la pérennité de cette offre ne soit pas menacée⁶. Les taux d'intérêt pratiqués par les IMF sont ainsi souvent plus élevés que ceux proposés par le secteur bancaire traditionnel mais néanmoins inférieurs aux taux d'usure habituellement pratiqués⁷. Cull et *al.* (2006) soulignent, à cet égard, qu'il ne semble pas exister de *trade-offs* entre performance sociale et

performance financière : les taux d'intérêt pratiqués, variables clés de l'autonomie voire de la performance financière des IMF, pourraient dès lors être majorés sans que la capacité à toucher les populations pauvres ne soit réellement affectée⁸. Concilier performance sociale et performance financière est donc, au contraire, au cœur des préoccupations de la microfinance. Son intégration croissante dans le système financier traditionnel ne peut donc être considérée comme une dérive, mais comme un moyen nécessaire pour assurer la diffusion des services microfinanciers (Littlefield et Rosenberg, 2004 ; Gonzalez et Rosenberg, 2006).

Si la microfinance repose en large partie sur des mécanismes relativement simples de prêts individuels ou de groupe, elle développe ainsi en amont des stratégies complexes de collecte de capitaux internationaux qui tendent à la placer au cœur de la finance traditionnelle. Bien que les agences de développement nationales ou internationales (Banque mondiale, Organisation des Nations unies, Banque européenne pour la reconstruction et le développement, Fonds européen d'investissement) et les fondations demeurent, bien évidemment, très présentes en tant que financeur externe des IMF, le recours aux investisseurs privés ne cesse en effet de progresser, directement ou indirectement, signe, pour les plus efficaces d'entre elles, de leur performance financière.

Fortes de cette autonomie, certaines IMF se sont financées directement sur les marchés boursiers non seulement par des titres de dettes (billets à ordre, obligations et participation à des prêts syndiqués), mais aussi par émission d'actions cotées. Bancosol, opérant en Bolivie, a ainsi émis en 1996 trois emprunts obligataires sur les marchés de capitaux internationaux d'une valeur totale de 3 M\$ tandis qu'Equity Bank, spécialisée dans la microfinance et le crédit aux groupes à faibles revenus, s'est introduit sur la Bourse de Nairobi en 2006. Plus récemment, Compartamos, une IMF mexicaine, a introduit en Bourse en avril 2007 30 % de son capital, soit près de 480 M\$, non seulement sur le Mexico Stock Exchange, mais aussi sur le New York Exchange (80 % de l'émission)⁹.

L'émission internationale de titres réalisée par Compartamos est représentative non seulement d'un secteur microfinancier qui, depuis plusieurs années déjà, aspire à mobiliser directement des capitaux sur les marchés internationaux, mais aussi de l'attrait considérable de ce secteur pour les investisseurs : le jour de l'émission, les actions Compartamos ont gagné plus de 20 % tandis que la demande excédait 13 fois l'offre des titres mis en vente (Rosenberg, 2007). Le financement direct d'une IMF sur les marchés internationaux est cependant extrêmement rare : c'est indirectement *via* les fonds

Tableau 1
Exemples récents d'émissions de titres par IMF

IMF	Pays	Année d'émission	Nature des titres émis	Volume (M\$)
Campartamos	Mexique	2007	actions	480
BRAC	Bangladesh	2006	obligations	14.3
Equity Bank	Kenya	2006	actions	315
WWB	Cali	2005	obligations	30
Faulu	Kenya	2005	obligations	6.5
ProCredit	Ukraine et Kosovo	2005	obligations	19.5
Campartamos	Mexique	2004	obligations	48

Source : CGAP, Accion, le portail microfinance.

d'investissement en microfinance (FIMF) que les IMF se refinancent traditionnellement auprès d'opérateurs majoritairement privés.

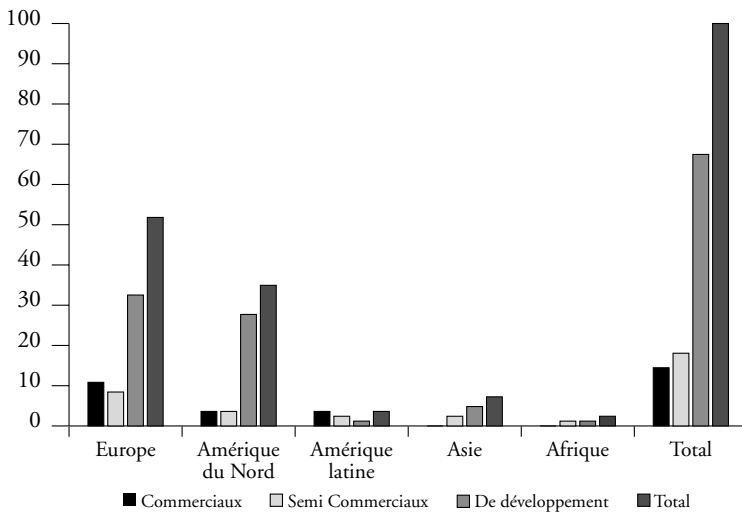
L'IMPORTANCE DES FINANCEMENTS INTERNATIONAUX DANS LE SECTEUR DE LA MICROFINANCE

Les FIMF visent à collecter des fonds sur les marchés internationaux auprès de donateurs, d'investisseurs individuels et institutionnels pour réaliser des opérations de prêts et d'assistance technique, mais aussi des investissements en capital au bénéfice des IMF. Ils constituent, avec les institutions financières internationales (IFI), la quasi-totalité de l'offre internationale de fonds à destination des IMF (Reille et Sananikone, 2007)¹⁰. Les liens qui unissent IFI et véhicules d'investissement en microfinance demeurent complexes : si les IFI investissent une fraction de leurs avoirs dans les FIMF, leurs investissements ne semblent cependant pas nécessairement complémentaires. Alors que les IFI auraient naturellement vocation à soutenir la maturation des IMF, une étude réalisée par Abrams et Von Stauffenberg (2007) tend à démontrer qu'elles financeraient en réalité les IMF offrant les meilleures perspectives financières à des conditions inférieures à celles du marché et créeraient ainsi un certain effet d'éviction des véhicules d'investissement privé. Ceci n'entame cependant pas la progression des FIMF qui demeure considérable : alors que l'investissement des IFI dans le secteur de la microfinance a progressé d'environ 100 % entre 2004 et 2006, celui des FIMF s'est accru de plus de 233 % sur la même période.

La notion de véhicule d'investissement en microfinance trouve son sens dans son opposition aux financements provenant des IFI. Elle demeure cependant vague d'un point de vue juridique et ne qualifie pas, au-delà de cette définition générale, un univers homogène tant au

niveau des leurs objectifs, de leurs investisseurs que dans leur structure légale : ONG, société holding, fondation, société à responsabilité limitée, entreprise coopérative, société en commandite, société par action simplifiée, société d'investissement à capital variable ou à risque, mais aussi fonds commun de créances sont autant de structures qui coexistent au sein des FIMF¹¹. Cent FIMF existent aujourd'hui de part le monde¹² au sein desquels il importe de distinguer (Goodman, 2006) les FIMF commerciaux, les FIMF semi-commerciaux et les FIMF de développement, selon l'importance de l'objectif de rentabilité financière sur les investissements effectués et, implicitement, du type de porteurs de parts (investisseurs institutionnels ou particuliers, institutions financières internationales, fondations).

Graphique 2
Répartition des FIMF par objectif et par domiciliation



Source : microcapital.org

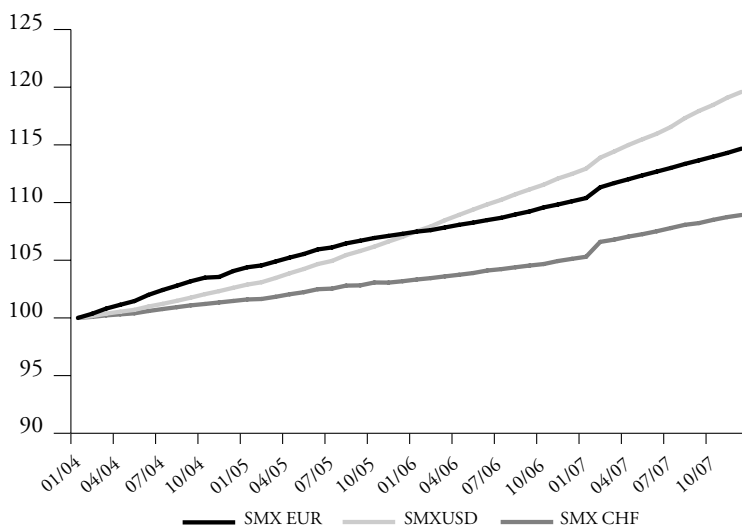
Note : 89 fonds sont considérés pour effectuer cette répartition.

Les FIMF de développement, majoritairement des fondations, des agences de développement et des coopératives de crédit, ont pour seul objectif de favoriser le développement des IMF par des dons, des prêts à des conditions avantageuses, des investissements en capital et de l'aide technique, tandis que les FIMF commerciaux feront de la rentabilité de leur placement une condition indispensable à leur engagement. Trois grandes catégories de FIMF sont ainsi accessibles aux investisseurs privés : les fonds ouverts (mutuels ou fonds de fonds) de type SICAV investissant tout ou partie de leurs portefeuilles en titres de créances ou

de capital d'IMF, les fonds fermés ou société holding investissant une fraction de leurs avoirs en fonds de microfinance et les *special purpose vehicles* dédiés aux opérations de titrisation.

Les fonds mutuels en microfinance sont traditionnellement de taille conséquente (65 M\$ en moyenne) et ont pour support des instruments de dettes (billets à ordre, contrats de prêts ou certificats de dépôts, obligations) principalement consentis à des IMF localisés en Europe de l'Est, en Asie centrale et en Amérique latine. Leur horizon de placement est généralement compris entre 3 et 4 ans et leur rendement proche de celui du marché. Comme en témoigne le graphique 3, l'indice SMX, développé par Symbiotics SA et représentatif de la performance des organismes de placements collectifs investis dans le secteur de la microfinance, affiche en effet une progression comprise entre 1,47 % et 6,33 % par an¹³ pour une volatilité annualisée faible, comprise entre 0,13 et 0,59.

Graphique 3
La performance des organismes de placement collectifs en microfinance



Source : Symbiotics.

Les véhicules d'investissement permettant l'émission de produits de crédits structurés de type *collateralized debt obligations* (CDO), ou *collateralized loan obligations* (CLO) constituent le deuxième type de fonds d'investissement répondant à une logique de marché et s'imposent comme un mode pertinent de financement à long terme des IMF

(Byström, 2006). Le premier CDO du secteur de la microfinance (Blue Orchard microfinance securities - BOMS I) fut ainsi structuré en juillet 2004 : quatre tranches furent initialement émises pour un montant de 40,9 M\$ et pour une échéance de 7 ans, permettant ainsi de financer 9 IMF¹⁴. Sept émissions de CDO se sont depuis réalisées pour un montant global de plus de 664 M\$ (Reille et Forster, 2008). Tous les produits structurés liés au secteur de la microfinance ne sont cependant pas des CDO : en 2006, l'ONG BRAC a ainsi pu bénéficier de la première opération de titrisation de microcrédit pour un montant proche de 180 M\$¹⁵.

*VERS UNE COMMERCIALISATION ACCRUE
DES FONDS COMMERCIAUX D'INVESTISSEMENT
EN MICROFINANCE ?*

Les fonds de placements collectifs en microfinance et, de façon plus générale, les FIMF à vocation commerciale¹⁶, ne représentent qu'une part relativement faible du financement des IMF, mais ils devraient voir leur importance croître ces prochaines années (Rhyne et Busch, 2006). Quatre facteurs devraient en effet se conjuguer pour conduire banques et sociétés de gestion à multiplier les supports d'investissement en microfinance dédiés aux investisseurs privés, au premier rang desquels les investisseurs institutionnels (Goodman, 2006) : un besoin de financement considérable de la part des IMF, une volonté de diversification des portefeuilles de la part des investisseurs internationaux et une demande sans cesse croissante de produits financiers socialement responsables de la part des investisseurs individuels, des fonds mutuels et des fonds de pension.

Le premier facteur permettant de justifier la très vraisemblable montée en puissance des fonds commerciaux d'investissement en microfinance tient à un besoin de financement des IMF qui devrait exploser ces prochaines années et que les institutions financières internationales ne pourront à elles seules satisfaire. Le nombre de micro-entrepreneurs potentiels est aujourd'hui estimé à près d'un milliard, ce qui devrait conduire, d'ici à 2015, à une multiplication par dix du volume des investissements en microfinance provenant des investisseurs individuels et institutionnels. Une part non négligeable de cette demande pourrait être solvable dans la mesure où la microfinance n'a pas uniquement vocation à lutter contre la pauvreté. Comme le rappellent Boyé, Hajdenberg et Poursat (2006), elle vise principalement, dans les pays industrialisés, à favoriser la création, mais aussi le développement et la diversification de très petites entreprises (TPE) par des personnes dans une situation personnelle et sociale *a priori* souvent difficile¹⁷. Le secteur

de la microfinance dans ces pays représente en cela un enjeu économique majeur, pourtant contraint, aujourd'hui, par une réglementation limitant fortement l'accès des IMF aux marchés financiers.

Le besoin de financement des IMF ne pourrait être pleinement satisfait par des investisseurs privés si le secteur de la microfinance n'offrait pas de perspectives financières suffisamment intéressantes. Tel n'est cependant pas le cas. Une étude menée par Microrate avait montré dès 2002¹⁸ que plus de trente IMF de l'Amérique latine étudiées offraient en 2001 un rendement des actifs supérieur à Citigroup. Comme en témoigne le tableau ci-dessous, la rentabilité des IMF ne s'est pas démentie depuis : quatre des cinq plus grandes IMF au monde en termes de clients bénéficient de rentabilités des actifs et sur fonds propres particulièrement élevées. Parmi les 50 plus grandes IMF, 56 % avaient en 2006 un RoE supérieur à 20 %. La rentabilité de certaines IMF est telle qu'un fonds qualifié de spéculatif spécialisé dans le secteur de la microfinance a récemment vu le jour¹⁹.

Tableau 2
Indicateurs de performance des cinq plus grandes IMF
(au 31 décembre 2006)

Institutions	Portefeuille de prêts (\$)	Nombre d'emprunteurs (en millions)	Ratio d'autosuffisance opérationnelle	Rentabilité des actifs	Rentabilité sur fonds propres
Grameen Bank	482.104.480	6,707	115,97 %	2,44 %	22,15 %
ASA	305.268.840	5,163	237,86 %	14,40 %	26,08 %
VBSP	1.149.165.032	4,696	50,61 %	-4,04 %	-13,69 %
BRAC	350.160.812	4,551	136,88 %	6,90 %	23,27 %
BRI	3.035.685.400	3,455	145,29 %	6,88 %	129,96 %

Source : The MixMarket.

De la même façon, les IMF offrent, en termes de risque, des résultats particulièrement intéressants. Contrairement à l'idée préconçue selon laquelle la probabilité de non-remboursement d'un crédit souscrit par une personne pauvre devrait être élevée, les faits montrent que les IMF les plus matures ont un niveau de portefeuille à risque et un taux d'abandon de créances relativement faibles. Parmi les 50 plus grandes IMF, 76 % avaient en 2006 un taux d'abandon de créances inférieur à 2 %. Sur l'ensemble des IMF, le portefeuille à risque (>30 jours) était en 2004 de 1,4 %, le taux d'abandon de créances inférieur à 1,2 % et le taux de perte sur créances irrécouvrables de 0,6 %²⁰.

Tableau 3
Indicateurs de risque des cinq plus grandes IMF

	31/12/2002	31/12/2003	31/12/2004	31/12/2005	31/12/2006
Portefeuille à risque (30 jours)					
BRAC	5,97 %	5,98 %	8,33 %	5,92 %	3,76 %
Grameen Bank	18,41 %	6,98 %	7,98 %	2,57 %	1,79 %
ASA 0,31 %	0,46 %	1,68 %	1,09 %	1,53 %	
BRI 4,37 %	6,04 %	4,78 %	4,76 %	5,07 %	
VBSP nd	nd	nd	nd	3,20 %	
Taux d'abandon de créances					
BRAC nd	2,59 %	2,78 %	1,69 %	0,63 %	
Grameen Bank	nd	5,34 %	4,05 %	4,21 %	2,06 %
ASA	0,15 %	0,08 %	0,11 %	0,16 %	0,25 %
BRI	2,61 %	0,79 %	1,59 %	1,43 %	0,83 %
VBSP	nd	nd	nd	nd	0 %

Source : The MixMarket.

La faible exposition des IMF au risque de défaillance des emprunteurs est d'autant plus intéressante qu'elle semble faiblement corrélée aux variations tant de l'activité économique que des marchés financiers. Comme en témoignent plusieurs travaux empiriques récents, le secteur de la microfinance offre en effet une véritable opportunité de diversification des portefeuilles financiers. Walter et Krauss (2006) ont notamment étudié la corrélation pouvant exister entre la performance financière des IMF et celle des marchés boursiers et s'interrogent sur la capacité du secteur de la microfinance à être un secteur d'activité permettant une meilleure diversification des portefeuilles financiers. Comparant un échantillon de 283 IMF sur 65 pays en développement à un groupe de 105 banques commerciales de 22 pays en développement, les auteurs évaluent la sensibilité de l'activité - mesurée en termes de résultat net d'exploitation - de ces deux secteurs à un certain nombre de variables d'activité et de marché. Ils montrent que les variations dans l'activité des IMF apparaissent faiblement corrélées aux variations du produit intérieur brut, alors que celles des banques commerciales le sont davantage. En période de récession (croissance inférieure à 1 %), les recettes nettes d'exploitation des IMF semblent moins diminuer que celles des banques commerciales. Dans une étude comparable basée sur un échantillon de 639 IMF de 88 pays sur la période 1999-2005, Gonzalez (2007) évalue la résilience des IMF lors de la survenance de chocs macroéconomiques et démontre qu'il n'existe pas de lien statistique fort entre les variations du revenu national

brut par habitant et celles d'indicateurs de risque du portefeuille de prêts des IMF²¹. Un tel résultat ne doit cependant pas être sur-interprété : McGuire et Conroy (1998) avaient en particulier montré que les IMF les plus touchées par la crise asiatique de 1997 furent celles qui étaient intégrées dans le système bancaire national. Utilisant un échantillon de 112 IMF sur 48 pays, Ahlin et Lin (2006) mettent de la même façon en évidence le rôle déterminant du contexte macro-économique, tant sur l'autonomie financière des IMF que sur le risque de défaut des emprunteurs. Si les caractéristiques en termes de rentabilité et de risque de la microfinance offrent indiscutablement des perspectives intéressantes, son potentiel de diversification demeure en conséquence sujet à controverse.

Les fonds d'investissement en microfinance devraient en dernier lieu bénéficier de la demande croissante des investisseurs particuliers et institutionnels en faveur des produits financiers socialement responsables. En cherchant à concilier performance sociale et performance financière, la microfinance a en effet des objectifs proches de la finance éthique qui vise à promouvoir le respect de normes environnementales, sociales ou de gouvernance d'entreprise, tout en recherchant une certaine rentabilité financière. Forte de ses reconnaissances institutionnelles majeures²², la microfinance semble, en outre, jouir d'une bonne lisibilité auprès du grand public, ce qui devrait largement favoriser à terme la commercialisation des fonds d'investissement en microfinance. La présence de produits structurés dans le portefeuille de ces fonds limite cependant, aujourd'hui encore, leur diffusion auprès des investisseurs particuliers.

99

La montée en puissance des investissements privés dans le secteur de la microfinance, via des fonds ou des véhicules d'investissements, ne fait guère de doute. Si la récente crise des *subprimes* alimente les plus vives réticences des investisseurs vis-à-vis des produits structurés complexes, la titrisation de microcrédits devrait à moyen/long terme largement se développer et devenir un mode de financement traditionnel des IMF matures sur les marchés financiers. Les microcrédits et, de manière plus générale, le secteur de la microfinance possèdent des caractéristiques qui légitiment en effet le recours à de tels instruments structurés : des taux d'intérêt annualisés potentiellement élevés, des rendements *a priori* décorrélés non seulement de la performance des classes d'actifs traditionnels, mais aussi du contexte macroéconomique et une importante granularité liée à faible montant unitaire du microcrédit. Les OPCVM thématiques dédiés au secteur de la microfinance devraient de la même façon progresser en nombre et en volume,

profitant ainsi de l'essor important que connaît aujourd'hui la finance éthique. La nature de leurs investissements, réalisés en très large majorité en instruments de dette ne devrait guère évoluer, laissant les investissements en capital, sans nul doute plus risqués, aux IFI et aux investisseurs ne poursuivant pas nécessairement un objectif de rentabilité financière.

La capacité de la microfinance à concilier performance sociale et performance financière, reste aujourd'hui, pour d'évidentes raisons, sujette à controverse (Goodman, 2006 ; Copestake, 2007). Si celles-ci ne sont nullement incompatibles, la recherche d'un juste équilibre s'avère complexe. On ne peut que se réjouir de la montée en puissance d'une finance qui, par ses investissements, contribue à lutter contre la pauvreté et l'exclusion sociale mais, comme en témoigne l'introduction en Bourse de Compartamos, force est de reconnaître que toutes les ambiguïtés de la microfinance ne sont pas levées. La montée en puissance de fonds d'investissement privés dédiés au secteur de la microfinance ne sera pleinement profitable que si elle s'accompagne à la fois d'une réglementation permettant notamment de définir leurs champs d'action et d'une réelle transparence dans leur commercialisation auprès d'investisseurs privés. Le paradoxe de la microfinance veut, qu'en dépit de ses nombreuses avancées, il n'existe toujours pas de définition à l'échelle internationale de ce qu'est - ou doit être - un microcrédit.

NOTES

1. Quatre raisons sont traditionnellement avancées pour expliquer l'exclusion bancaire des personnes pauvres : la faiblesse de leurs ressources, leur incapacité à offrir des garanties financières, l'inadaptation de leurs garanties matérielles et l'importance supposée du coût de suivi qu'elles imposent aux banques.
2. S'intéressant au mécanisme du prêt progressif, Egli (2004) a notamment pu montrer que la segmentation d'un projet d'investissement en sous-projets permet à l'IMF d'augmenter l'incitation à rembourser en conditionnant le financement des sous-projets les plus rémunérateurs pour l'emprunteur au remboursement des microcrédits préalablement contractés et affectés aux projets les moins rémunérateurs.
3. En raison de sa vocation à favoriser l'insertion de ses bénéficiaires au sein du secteur bancaire.
4. Fondée avec l'aide de la Commission des Nations unies pour le commerce et le développement, *Mix Market (Microfinance information exchange)* est aujourd'hui une organisation non gouvernementale visant à collecter et diffuser les données relatives au secteur de la microfinance. Voir www.mixmarket.org

5. Les auteurs utilisent pour cela le ratio d'autonomie financière défini comme le rapport entre les revenus financiers et la somme des dépenses financières, des provisions sur prêts et des dépenses d'exploitation.
6. Ceci est d'autant plus vrai que les IMF n'ont pas toute vocation à lutter contre l'extrême pauvreté. S'il est difficile, sinon impossible, de conclure globalement sur la performance sociale des IMF (tant les expériences et les contextes socio-économiques dans lesquels elles sont menées diffèrent), un consensus tant académique que professionnel tend ainsi à émerger pour souligner que la microfinance n'a ni la capacité ni l'ambition de servir les plus pauvres des pauvres. Sur ce sujet voir Haley et Morduch (2003) ainsi que Copestake (2007).
7. À titre d'illustration, les TEG annualisés proposés par les IMF d'Indonésie étaient en 2003 compris entre 28 % et 63 % alors que les taux d'intérêt bancaires étaient proches de 18 % et les taux d'usure compris entre 120 et 720 %. Voir sur cette question Helms et Reille (2004).
8. Une augmentation des taux d'intérêt génère en effet deux effets contraires sur la capacité de remboursement et le comportement des emprunteurs (Abbink et al., 2006) : si des taux d'intérêt élevés tendent logiquement à augmenter la probabilité de défaut des emprunteurs, ils exacerbent, dans le cas d'un prêt de groupe, la probabilité de survenance de comportements de type cavalier clandestin, tout en élevant dans le même temps le risque de sanction en cas de défaillance d'un des emprunteurs.
9. Voir à ce sujet, Rosenberg R. (2007).
10. Soit 4,4 Md\$ en 2006.
11. Les dénominations adoptées ici ne sont que des traductions et n'offrent en conséquence qu'une vision approximative de la réalité juridique des FIMF dans la mesure où la plupart d'entre eux sont domiciliés à l'étranger. Voir Reille et Forster (2008).
12. Selon les données de Mix Market.
13. Les intérêts sont capitalisés.
14. Sept d'entre elles étaient localisées en Amérique latine, zone géographique où la commercialisation de la microfinance est la plus avancée. 40 000 micro-entrepreneurs bénéficièrent implicitement de cette opération.
15. Voir sur ce sujet Zaman et Kairy (2007).
16. ASN-Novib Fonds, AXA World Funds (AWF), Dexia Microcredit Fund, Gray Ghost Microfinance Fund LLC, Impulse (Incofin), Responsibility Global Microfinance Fund, Triodos Fair Share Fund (TFSF), BlueOrchard Loans for Development, BlueOrchard Microfinance Securities, Catalyst Microfinance Investors.
17. Un rapport établi en 2003 par la DG Entreprise de la Commission européenne avait notamment mis en évidence que le secteur bancaire ne répondait que partiellement à ce besoin de financement de la TPE en raison des coûts de traitement et/ou opérationnels élevés pour les établissements de crédit, d'une absence de garantie suffisante chez les micro-entrepreneurs, et d'une perception, au sein du secteur bancaire, d'un risque élevé associé au financement de la TPE, en partie liée aux statistiques concernant le taux élevé de disparition des entreprises nouvellement créées.
18. Microrate (2004), « The finance of microfinance », septembre.
19. Minlam Asset Management.
20. Voir à sujet le *Microbanking Bulletin*, n°12, avril 2006.
21. Notamment le portefeuille à risque à 30 et 90 jours, et le taux d'abandon de créances.
22. 2005 fut déclarée année du microcrédit par les Nations unies, tandis qu'en 2006 le prix Nobel de la paix fut attribué à Muhammad Yunus, fondateur de la Grameen Bank, premier IMF au monde en termes de bénéficiaires.

BIBLIOGRAPHIE

- ABBINK K., IRLENBUSCH B. et RENNER E. (2006), « Interest rates in group lending: a behavioural investigation », *Pacific Economic Review*, vol. 11, n°2.
- ABRAMS J., VON STAUFFENBERG A. (2007), « Are public development institutions crowding-out private investment in microfinance? », *MF Insights*, microrate, février.
- AHLIN C., LIN J. (2006), « Luck or skill? MFI performance in macroeconomic context », *BREAD Working Paper*, n°132, octobre.
- BOYE S., HAJDENBERG J. et POURSAT C. (2006), « Le guide de la microfinance, microcrédit et épargne pour le développement », Editions d'organisation, Paris.
- BYSTRÖM H. (2006), « The Microfinance collateralized debt obligation: a modern Robin Hood? » *Document de travail*, Lund University.
- COPESTAKE J. (2007), « Mainstreaming microfinance: social performance management or mission drift? », *World Development*, Vol. 35, n° 10.
- CULL R., DEMIRGUC-KUNT A., MORDUCH J. (2006), « Financial performance and outreach: a global analysis of leading microbanks », *World Bank Policy Research Working Paper*, n° 3827, février.
- DEUTSCHE BANK RESEARCH (2007), « Microfinance: an emerging investment opportunity », 19 décembre.
- EGLI D. (2004), « Progressive lending as an enforcement mechanism in microfinance programmes », *Review of Development Economics*, Vol. 8, n° 4.
- GONZALEZ A., ROSENBERG R. (2006), « The state of microcredit - outreach, profitability, and poverty », *Access to finance: building inclusive financial systems conference*, World Bank, mai.
- GONZALEZ A. (2007), « Resilience of microfinance institutions to national macroeconomic events : an econometric analysis of MFI asset quality », *MIX Discussion Paper*, n°1.
- GOODMAN P. (2006), « Microfinance Investment funds: objectives, players, potential » in Matthaus-Maier et Pishke (eds), *Microfinance Investment Funds. Leveraging Private Capital for Economic Growth and Poverty Reduction*, ed. Springer.
- HALEY B., MORDUCH J. (2003), « Microfinance et réduction de la pauvreté : quel est le résultat ? » in Guérin I., Servet J.-M. (eds), *Exclusion et liens financiers : microfinance : leçons du sud*, Rapport du centre Walras, ed. Economica..
- HELMS B., REILLE X. (2004), « Interest rate ceilings and microfinance: the story so far », *CGAP Occasional Paper*, n° 9, septembre.
- LITTLEFIELD E., ROSENBERG R. (2004), « Microfinance and the poor breaking down walls between microfinance and formal finance », *Finance and Development*, juin.
- MATIN I., ZOHIR S. (2004), « Wider impacts of microfinance institutions: issues and concepts », *Journal of International Development*, Vol. 16.
- MCGUIRE P. et CONROY J. (1998), « Effects on microfinance of the 1997-1998 Asian financial crisis », *The Foundation for Development Cooperation*, novembre.
- MOSLEY P., HULME D. (1998), « Microenterprise finance: is there a conflict between growth and poverty alleviation? », *World Development*, vol. 26, N° 5, pp. 783-790.
- REILLE X., SANANIKONE O. (2007), « Microfinance investment vehicles », *CGAP Brief*, avril.
- REILLE X., FORSTER S. (2008), « Foreign capital investment in microfinance: balancing social and financial returns », *CGAP Focus Note*, n° 44, février.
- RHYNE E., BUSCH B. (2006), « The growth of commercial microfinance: 2004-2006 », *Accion*, septembre.
- ROSENBERG R. (2007), « CGAP Reflections on the compartamos IPO: a case study on microfinance interest rates and profits », *CGAP Focus Note*, n° 42, juin.
- WALTER I., KRAUSS N. (2006), « Can microfinance reduce portfolio volatility? », *mimeo*, New York University.
- ZAMAN S., KAIRY S. (2007), « Building Domestic Capital Markets: BRAC's AAA Securitization », *The MicroBanking bulletin*, n° 14, pp. 13-16.