

Investissements étrangers en microfinance : réévaluer les rendements financiers et sociaux

En dépit de la crise financière, au cours des quatre dernières années, le montant des investissements étrangers en microfinance – produits de dette et participations au capital – a été multiplié par quatre pour atteindre 13 milliards de dollars US (USD) (Graphique 1)¹. Cette croissance est alimentée tant par les institutions publiques que par un nombre croissant d'investisseurs institutionnels et individuels privés. L'investissement en microfinance est en effet devenu le fer de lance de l'investissement à fort impact (*impact investment*)², un mouvement qui connaît un essor rapide.

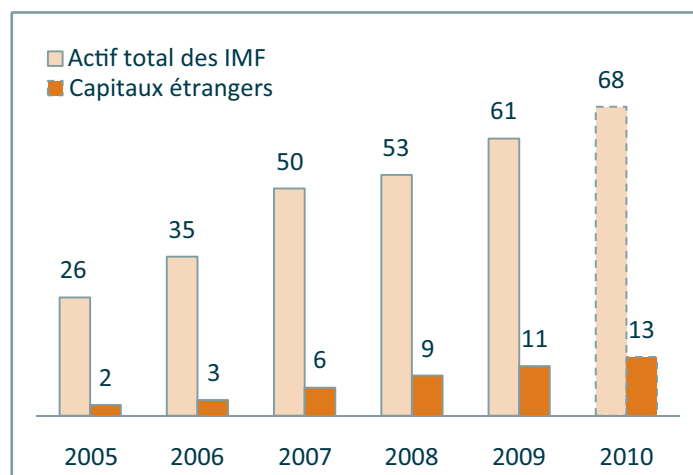
Cela étant, la détérioration de la performance des institutions de microfinance (IMF) et le risque croissant de surendettement de la clientèle sur plusieurs marchés ont terni la réputation du secteur. L'investissement en microfinance ne peut plus être considéré *a priori* comme un investissement refuge, peu risqué et ayant un impact positif.

Cette *Note Focus* examine les investissements étrangers en microfinance alors que le secteur se trouve à un tournant décisif. Elle explore le paysage actuel de l'investissement, le rôle des institutions financières de développement (IFD) et l'intérêt croissant des particuliers. Elle met également en évidence la baisse des rendements des produits de dette et la montée en puissance des titres de participation, ainsi que la portée et la performance sociale des capitaux étrangers.

Elle conclut en montrant la nécessité de transparence accrue vis-à-vis de la performance des gestionnaires d'actifs de microfinance. Le contexte étant désormais plus difficile et plus concurrentiel, les investisseurs étrangers doivent prêter davantage attention à la capacité des gestionnaires de fonds, aux objectifs sociaux qu'ils se fixent et à la qualité de leurs processus d'investissement.

Les données et analyses de cette *Note Focus* s'appuient sur les sources les plus complètes et

Graphique 1. La croissance de l'investissement étranger se poursuit (en milliards de dollars)



Sources : CGAP et MIX, les chiffres pour 2010 sont des estimations du CGAP.

1. Les chiffres concernant l'encours d'investissements en microfinance (titres de participation et titres de dette) détenus par des investisseurs étrangers proviennent de l'étude 2010 du CGAP sur les financeurs.
 2. L'investissement à fort impact (*impact investment*), également appelé « investissement social » ou « investissement durable », se définit comme l'investissement dans des entreprises ou des fonds créés afin d'avoir une incidence positive sur le plan social ou environnemental tout en générant des performances financières. Ce mouvement est né du constat selon lequel les pouvoirs publics et les œuvres de bienfaisance ne disposent pas à eux seuls de capitaux suffisants pour régler les problèmes sociaux et environnementaux, et que des financements privés dans des entreprises à vocation sociale sont donc nécessaires.

Encadré 1. Sources des données

Chaque année, le CGAP réalise des études sur les financeurs et les intermédiaires d'investissement en microfinance (IIM) auprès de bailleurs de fonds et d'investisseurs publics et privés, ainsi que d'IIM. En 2010, les données issues de ces deux études ont été rassemblées afin de dresser un état des lieux plus précis de la structure des financements (les IFD faisant souvent transiter leurs fonds via des IIM). Les informations recueillies portent sur 61 bailleurs de fonds et investisseurs et 90 IIM.

La nouvelle base de données du MIX sur la structure de financement des IMF (*Funding Structure Database*, FSDB) lancée en 2010 porte sur 594 IMF communiquant leurs informations au MIX, soit 71 % de l'actif total couvert par le MIX. Elle offre une vision micro-économique de la structure de financement des IMF, notamment des informations sur les encours de dettes et leur origine. Alors que les autres sources de données s'intéressent pour la plupart aux attributs de l'offre de financement, celle-ci permet d'explorer les relations entre les sources de financement et les caractéristiques des IMF. Comme toutes les bases de données, celle du MIX a ses limites : elle ne rend pas compte des structures de financement de l'ensemble des IMF ou dans certains cas, n'en rend compte que de façon incomplète et elle ne fait pas état des sources et types de fonds propres. Comme on pouvait s'y attendre, les données FSDB du MIX ne coïncident pas exactement avec les données concernant l'offre. Par exemple, le montant de capitaux étrangers ressortissant des données du MIX représente environ 70 % de l'encours de prêts étrangers relevé par les études du CGAP mentionnées précédemment. Cela étant, les recoupements entre les différentes sources de données permettent de dresser un état des lieux plus précis et plus complet.

Symbiotics SMX est un indice mis au point par Symbiotics, une société d'investissement suisse spécialisée en microfinance. Il offre des informations actualisées sur la performance des investissements. L'indice Sym50 suit la performance financière moyenne de 50 grandes IMF qui drainent des volumes considérables de capitaux étrangers.

les plus actualisées du secteur, notamment l'étude annuelle du CGAP sur l'investissement étranger et les nouvelles données du MIX (Microfinance Information

eXchange) Market sur la structure de financement des IMF (voir encadré 1).

Le paysage de l'investissement³

Cette section présente le paysage de l'investissement, notamment les volumes investis et les principales tendances du secteur. Il existe trois catégories principales d'investisseurs transfrontaliers : les investisseurs publics, également désignés sous le nom d'institutions financières de développement (IFD), les investisseurs institutionnels et les investisseurs individuels. Dans la mesure où environ la moitié des capitaux étrangers passe par des intermédiaires, notre étude s'intéresse également à la taille et à la structure des IIM.

Les IFD : une source croissante d'investissements transfrontaliers mettant en œuvre de nouvelles approches

Les IFD sont à l'origine de plus de la moitié des investissements étrangers en microfinance (voir graphique 2). Depuis 2006, le montant de leur investissement en microfinance a progressé de près de 350 %, passant de 1,7 milliard USD en 2006 à 7,5 milliards USD en 2010. Cette croissance est essentiellement alimentée par cinq IFD — l'AECID, la BERD, la SFI, la KfW et l'OPIC —, qui concentrent actuellement 71 % des investissements.

Les investissements des IFD concernent essentiellement les plus grandes institutions bien établies et de premier rang d'Europe de l'Est et d'Asie centrale, et d'Amérique latine et des Caraïbes⁴. Dans la plupart des cas, ils prennent la forme d'instruments de dette libellés en devise forte⁵.

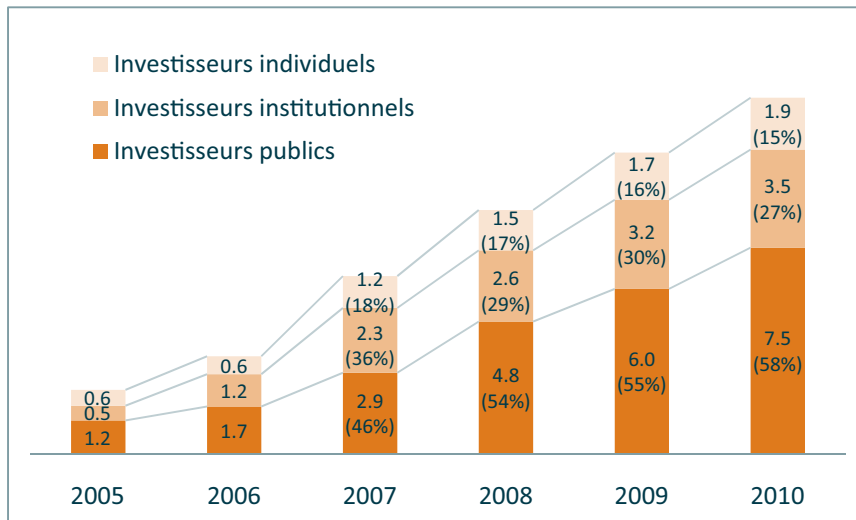
Cela étant, de nouvelles mesures d'incitation visant à accroître la portée et à créer de la valeur poussent les IFD à s'orienter plus activement sur les marchés pionniers. L'AFD, la FMO, la SFI et

3. Sauf indication contraire, les données présentées dans les sections intitulées « Le paysage de l'investissement » et « Performance financière des investissements en microfinance » font référence aux études du CGAP sur les financeurs et les véhicules d'investissement en microfinance (VIM).

4. En décembre 2009, plus de 40 % des prêts octroyés par les IFD étaient concentrés dans 15 IMF rentables (dont six appartenant au groupe ProCredit), qui avaient également reçu des financements de sources privées.

5. 84 % des investissements directs des IFD sous forme d'instruments de dette sont libellés en devises fortes (CGAP 2009a).

Graphique 2. Toutes les catégories d'investisseurs enregistrent une croissance des volumes d'investissement (en milliards USD)



Sources : études du CGAP sur les financements ; les données pour 2010 sont des estimations du CGAP.

la KfW, par exemple, investissent davantage en Afrique sub-saharienne, y compris par le biais de fonds dédiés tels que le REGMIFA, un nouveau fonds d'investissement régional créé spécifiquement pour stimuler les financements destinés aux micro et petites entreprises (MPE) dans la région. Plusieurs IFD, la SFI notamment, s'orientent également vers les grands marchés de croissance des pays BRIC tels que le Brésil, la Chine et l'Inde, qui présentent de l'attrait en raison de leur échelle et de leur capacité d'absorption potentielle.

Les IFD commencent également à constituer des portefeuilles de participations. En 2009, leurs portefeuilles d'investissements directs en fonds propres ont ainsi augmenté de 57 %. Cette évolution récente permet à la fois de renforcer l'assise financière des IMF existantes et d'offrir un capital d'amorçage à celles qui se créent.

Investisseurs institutionnels : des acteurs divers dont les stratégies évoluent

Les investisseurs institutionnels représentent 30 % des financements étrangers. Il s'agit de la catégorie d'investisseurs qui croît le plus rapidement : le montant de leurs investissements en microfinance a augmenté de 1,2 milliard USD en 2006 à 3,5 milliards USD en 2010. Cette catégorie inclut un large éventail d'institutions et de fonds, parmi lesquels des banques

internationales, des fonds de capital-investissement, des caisses de retraite et des compagnies d'assurance. Bien que la microfinance représente un pourcentage infime de leurs portefeuilles, ces acteurs ont une influence croissante sur les investissements étrangers en microfinance.

Encadré 2. Nouvelles banques de microfinance (« *greenfields* »)

La moitié des investissements en titres de participation des IFD est placée dans des sociétés holding de banques de microfinance et sert à financer le démarrage de nouvelles filiales, qualifiées de « *greenfields* ». Il existe sept sociétés holding de ce type totalisant 1,2 milliard USD d'actifs. La première génération a été créée par de grandes sociétés de conseil des pays du Nord. C'est le cas de Procredit, une société holding créée par la société de conseil allemande IPC, qui a fondé 19 banques de microfinance dans le monde. La seconde génération est issue d'IMF rentables des pays du Sud, telles que ASA et BRAC au Bangladesh, ACLEDA au Cambodge et Xac Bank en Mongolie, qui reproduisent leur modèle dans le monde entier. Les nouveaux établissements ainsi créés offrent un certain nombre d'atouts : une structure de gouvernance saine, des processus de gestion solides et une structure juridique leur permettant dès le départ d'offrir un large éventail de services financiers, en particulier des services d'épargne. Les IFD ont facilité la création et la croissance de ces nouvelles institutions en leur apportant un soutien technique et une aide financière considérables durant la phase de démarrage.

Les investisseurs institutionnels sont attirés par trois caractéristiques de la microfinance, à savoir sa valeur sociale, des performances corrigées du risque jugées attractives et potentiellement décorrélées de celles des autres classes d'actifs⁶. Si de nouveaux investisseurs continuent d'arriver sur le marché dans l'espoir de voir ces objectifs atteints, nombre d'acteurs sont en train de remettre en question ces promesses et réduisent en conséquence leurs volumes d'investissement dans le secteur.

Les premiers investisseurs institutionnels à avoir commencé à investir dans la microfinance à la fin des années 1990 ont été les banques internationales. Fortes de plus d'une décennie d'expérience, nombre d'entre elles sont en train de revoir leur approche. Certaines banques comme HSBC réexaminent leur stratégie d'investissement. D'autres, comme Société Générale et BNP Paribas, envisagent de proposer directement des produits de microfinance au travers de leur réseau bancaire dans les pays émergents. Plusieurs fonds d'obligations d'entreprises des pays émergents gérés par des banques telles que Morgan Stanley s'orientent vers les produits libellés en monnaie locale sur des marchés susceptibles de voir leur devise s'apprécier. Enfin d'autres encore, à l'image de JP Morgan, élargissent leur stratégie d'investissement en cherchant activement d'autres opportunités d'investissement à fort impact dans des secteurs tels que l'agriculture, la santé et les énergies renouvelables.

Plus récemment, les fonds de capital-investissement à vocation commerciale se sont intéressés à des pays tels que l'Inde et le Mexique, dotés de marchés de la microfinance dynamiques et de marchés boursiers stables. Certains de ces fonds, comme Sequoia et Legatum, sont entrés dans le secteur avec une stratégie d'investissement commerciale plus agressive caractérisée par un profil risque/rendement élevé. Si ces modèles d'investissement ont contribué à l'essor des IMF en Inde, ils se sont retrouvés ces derniers mois dans la ligne de mire de l'opinion publique, les IMF et leurs investisseurs étant perçus comme davantage intéressés par

la rentabilité financière à court terme que par la croissance durable.

Ces deux dernières années, les fonds souverains ont également commencé à investir dans le secteur de la microfinance essentiellement au travers de participations au capital. C'est notamment le cas de Temasek, un fonds souverain singapourien, qui a réalisé plusieurs investissements stratégiques sous la forme de participations dans des holdings d'IMF en Asie, et d'Aabar Investments à Abu Dhabi, qui a placé plus de 30 millions dans le fonds Blue Orchard Private Equity Fund.

Cela étant, les opportunités d'investissement offertes aux investisseurs institutionnels apparaissent désormais limitées. Entre 2006 et 2009, les grands fonds de pension que sont ABP, PGGM et TIAA-CREF ont chacun alloué entre 100 et 200 millions USD à des investissements en microfinance. Toutefois, compte tenu du manque d'opportunités d'investissement répondant à leur profil risque/rendement, la moitié seulement des montants alloués a jusqu'à présent été investie dans le secteur de la microfinance.

Investisseurs individuels : de petits volumes mais un fort impact social

Les investisseurs individuels, qui regroupent des particuliers et des individus fortunés animés par des objectifs sociaux, investissent dans le secteur de la microfinance depuis les années 1970. Au cours des quatre dernières années, le montant de leurs investissements en microfinance a été multiplié par trois pour atteindre 1,8 milliard USD en 2010.

Les fonds de particuliers sont essentiellement levés par le biais de coopératives financières telles que Oikocredit aux Pays-Bas et de fonds de placements publics à l'image de responsAbility en Suisse. Actuellement, ils ne représentent que 16 % du total des investissements transfrontaliers. En dépit d'une demande soutenue, la croissance des financements des investisseurs individuels a été freinée par la réglementation des marchés financiers, qui

6. Plusieurs études ont montré que les performances des investissements en microfinance ne sont apparemment pas corrélées à celles des indices traditionnels. Voir par exemple Krauss et Walter (2008).

n'autorise pas les fonds d'investissement en microfinance à lever l'argent des particuliers aux États-Unis et en Europe⁷.

Depuis cinq ans, les plateformes internet de prêt en ligne connaissent un véritable essor. Elles offrent au grand public la possibilité d'investir de petits montants dans le secteur de la microfinance. La plateforme américaine Kiva.org a désormais des homologues dans plusieurs pays, notamment Babyloan en France et MyC4 au Danemark. En dépit de leur croissance rapide, les structures d'investissement en ligne ne représentent qu'une part infime des investissements étrangers en microfinance (moins de 0,5 %). Toutefois, elles constituent l'un des moyens les plus efficaces de sensibiliser le grand public à la problématique de la microfinance en Occident⁸.

Une étude récente de Credit Suisse⁹ sur les particuliers en Suisse a montré que le fait de faire une bonne action et l'impact social représentent les principales motivations de 63 % des investisseurs en microfinance. Seuls 11 % des investisseurs interrogés citaient la performance financière comme l'une de leurs premières motivations. La plupart d'entre eux visaient un rendement annuel de l'ordre de 2 à 4 %.

Compte tenu de leurs motivations, il n'est guère étonnant que les investisseurs individuels s'inquiètent des récentes évolutions du secteur et de l'absence d'indicateurs de performance sociale solides. Depuis la crise indienne et le climat de suspicion qu'elle a engendré, un nombre croissant de particuliers procède au rachat de leurs parts de fonds de microfinance. Toutefois, au premier trimestre 2011, les volumes de souscriptions excédaient encore les rachats.

Intermédiaires d'investissement en microfinance : un secteur fragmenté

Près de la moitié des financements transfrontaliers en microfinance transitent *via* des intermédiaires

financiers. Les IIM comprennent un large éventail d'organisations, parmi lesquelles des fonds spécialisés en microfinance ou véhicules d'investissement en microfinance (VIM), des sociétés holding de banques de microfinance comme l'allemand Procredit et des fonds d'organisations non gouvernementales (ONG).

Les VIM constituent le plus grand groupe d'IIM et ont crû rapidement en nombre comme en taille. L'encours des investissements réalisés à travers ces instruments a été multiplié par quatre entre 2006 et 2008. Aujourd'hui, quelque 95 véhicules gèrent près de 8 milliards USD. Les dix premiers VIM concentrent 67 % du total des actifs. Ce groupe de tête est composé de divers types d'institutions : coopératives financières, instruments financiers structurés et fonds communs de placement enregistrés (voir tableau 1).

Les gestionnaires d'actifs spécialisés en microfinance sont à l'origine de la croissance spectaculaire des VIM (voir tableau 2). Il existe actuellement une vingtaine de petites structures assurant la promotion et la gestion d'investissements en microfinance. Mais ce secteur naissant est encore relativement fragmenté, les cinq premières sociétés de gestion représentant moins de la moitié de l'encours de gestion total.

La concurrence entre les gestionnaires d'actifs de microfinance s'intensifie. Aujourd'hui, plus de 20 sociétés de gestion développent en parallèle des réseaux internationaux afin de mobiliser et de contrôler les investissements — une approche coûteuse et inefficace tant pour les investisseurs que pour les IMF. En janvier 2011, responsAbility a annoncé l'acquisition de PlaNIS, le bras de gestion d'actifs de PlaNet Finance, ouvrant ainsi la voie à la consolidation du secteur. Cette évolution devrait permettre de faire baisser les coûts de transaction et de générer des gains d'efficacité tant pour les investisseurs que pour les destinataires des investissements¹⁰.

7. Sauf aux Pays-Bas et en Suisse pour le fonds responsAbility global microfinance fund.

8. Kiva.org aurait plus de 570 000 investisseurs individuels (<http://www.kiva.org/about>, au 5 avril 2011).

9. Les résultats de l'enquête ont été présentés à la conférence de l'ALFI au Luxembourg le 17 mars 2011.

10. Le cadre réglementaire relatif aux fonds et à la gestion d'actifs de microfinance en Europe sera affecté par la nouvelle directive européenne sur les fonds d'investissement alternatifs (AIFM) qui durcit la réglementation applicable aux gestionnaires de fonds.

Tableau 1. Les 10 premiers véhicules d'investissement en microfinance

VIM	Portefeuille de microfinance décembre 2010 (millions USD)	Portefeuille de microfinance décembre 2006 (millions USD)
Oikocredit	516	192
European Fund for South-East Europe (EFSE)	482	179
Dexia Microcredit Fund	438	108
responsAbility Global Microfinance Fund	395	86
SNS Institutional Microfinance Fund I	258	créé en 2007
ASN-Novib Fund	158	46
SNS Institutional Microfinance Fund II	131	créé en 2008
responsAbility SICAV Microfinance Leader Fund	127	27
responsAbility SICAV Microfinanz Fonds	125	créé en 2008
Microfinance Enhancement Facility	101	créé en 2009

Sources : CGAP (2011) ; portefeuille déclaré par les VIM (hors petites et moyennes entreprises [PME]).

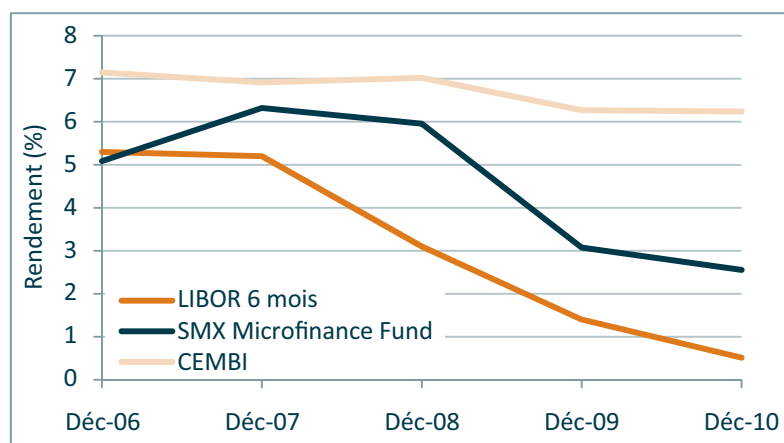
Tableau 2. Classement des cinq premiers gestionnaires d'actifs en 2009 (par encours de gestion total)

(millions USD)

Oppenheim Asset Management Services (EFSE)	907
BlueOrchard Finance SA	866
Credit Suisse Microfinance Fund Management Company (RespA)	801
Oikocredit	770
SNS Asset Management NV	375

Source : étude 2010 du CGAP sur les VIM.

Graphique 3. Les rendements des fonds diminuent



Sources : Symbiotics et JP Morgan.

Performance financière des investissements en microfinance

Cette section s'intéresse à la performance financière des instruments de dette et des titres de participation, qui représentent les deux principales formes d'investissement en microfinance. Elle dresse également un état des lieux des perspectives qui s'offrent aux investisseurs.

Instruments de dette : négocier la baisse¹¹

Les produits de dette ont jusqu'ici composé la majorité des investissements de microfinance. Ils représentent 85 % de l'ensemble des investissements des VIM et 70 % des investissements directs des IFD. En dépit de la tendance récente au financement en monnaie locale, la plupart des instruments de dette transfrontaliers (65 %) restent libellés en devise forte.

Après des années à plus de 5 %, les rendements financiers des VIM ont commencé à diminuer en 2008, poursuivant leur tendance baissière tout au long de l'année 2009. À 2,5 %, ils ont atteint un plancher historique en 2010. Ils sont désormais inférieurs de plus de 350 points de base à l'indice JP Morgan d'obligations d'entreprises des marchés émergents (CEMBI), malgré un risque pays et un risque de contrepartie intrinsèquement plus élevés. Les rendements de l'année 2010 restent toutefois positifs et sont supérieurs de 200 points de base au taux LIBOR six mois¹².

Plusieurs facteurs expliquent cette chute des rendements des VIM. Tout d'abord, la demande de prêts étrangers émanant des IMF stagne. Après une période d'essor spectaculaire entre 2005 et 2008, les IMF ont réduit leur croissance sur de nombreux marchés dans le monde. La baisse de la demande

des IMF et l'abondance de l'offre générée par les investisseurs transfrontaliers ont pesé sur les taux. Le taux d'intérêt moyen versé par une IMF à un VIM a baissé de 250 points de base en 2009, tombant à un niveau historique de 7,9 % en mai 2010. Les IMF chefs de file ont désormais la main. Elles mettent les prêteurs en concurrence et négocient durement les conditions. Comme l'a déclaré le dirigeant d'une IMF : « La concurrence entre les prêteurs étrangers au niveau de l'offre est intense. Nous sommes par conséquent en mesure de négocier très fermement avec les investisseurs et d'obtenir des taux d'intérêt plus bas¹³. »

Compte tenu de la baisse de la demande, les VIM se retrouvent avec davantage d'actifs non investis qui génèrent des revenus très faibles¹⁴. Certains VIM doivent également constituer de considérables provisions pour pertes en cas de défaut des IMF sur les marchés en difficulté¹⁵. Cette hausse des provisions va également de pair avec la détérioration de la qualité des portefeuilles des IMF observée en 2009 et 2010, le portefeuille à risque à 30 jours des institutions suivies par l'indice SYM50 étant passé de 2,9 % en 2008 à 4,5 % en 2010. La conjonction de la contraction des revenus et de l'augmentation des provisions pour pertes s'est traduite par une baisse des rendements des produits de dette des VIM, qui ont atteint 2,5 % en 2010.

Cela étant, certains VIM s'en sortent mieux que d'autres. Le rendement net des fonds d'investissement en produits de dette dont Symbiotics a suivi la performance en 2010 s'échelonnait entre 1,4 et 3,2 %. Et les disparités de performances ne font que s'accroître. L'environnement étant à la fois plus complexe et plus risqué, les gestionnaires d'actifs suivant des politiques d'investissement robustes et dotés de systèmes et de processus solides offrent davantage de valeur aux investisseurs.

11. Sauf indication contraire, les données présentées dans cette section proviennent des études 2010 du CGAP sur les financeurs et les véhicules d'investissement en microfinance (VIM).

12. Le CEMBI est un indice mondial qui suit la performance des obligations libellées en dollars US émises par des entreprises des pays émergents. En tant qu'indice obligataire assorti d'une prime de risque modérée, il représente une référence utile pour évaluer la performance financière des instruments de dette libellés en dollars US. Le LIBOR est un indice variable assorti d'une prime de risque très faible.

13. Entretien avec le dirigeant d'une IMF de Bosnie-Herzégovine.

14. Le niveau de disponibilités et actifs liquides a atteint 17 % au sein des VIM suivis par Symbiotics en décembre 2010.

15. Les provisions pour pertes sur prêts représentent en moyenne 2 % des portefeuilles d'instruments de dette des VIM.

Perspectives des investissements en produits de dettes

Dans l'ensemble, les perspectives des investissements en produits de dettes paraissent moins prometteuses qu'il y a quelques années. Le risque de crédit augmente considérablement et il est très peu probable qu'au cours des deux prochaines années, la performance nette des investisseurs renoue avec des niveaux historiques de 4–5 %. Par ailleurs, l'année prochaine, la demande de financements en produits de dette en devises devrait être faible, les IMF étant davantage à l'affût d'opportunités de financements en monnaie locale, que ce soit en contractant des prêts commerciaux en monnaie locale ou, le cas échéant, en mobilisant leur épargne. Entre 2008 et 2010, la part des produits en devises dans les dettes financières des IMF de l'indice SYM50 est tombée de 51 % à 33 %, tandis que celle de l'épargne a augmenté de 43 % à 57 %. Cette tendance est amenée à se poursuivre. Dans ce contexte, les performances corrigées du risque des investissements en produits de dette pourraient s'avérer peu attractives pour les investisseurs commerciaux, notamment les investisseurs institutionnels ayant des normes fiduciaires élevées.

Afin de mieux répondre aux besoins des IMF et de stimuler la demande, les prêteurs doivent accroître leur part d'investissements en monnaie locale. Les financements des VIM en monnaie locale ont augmenté de 56 % en 2009, contre une hausse de seulement 18 % pour l'ensemble des investissements en microfinance. Une partie de cette croissance a été facilitée par l'apparition récente de prestataires de solutions de couverture d'investissements en microfinance, comme TFX et MFX, qui offrent de nouvelles opportunités de couverture des devises des pays émergents et contribuent ainsi à gérer le risque de change¹⁶. Certains VIM octroient également des prêts en monnaie locale ; cette stratégie permet de miser sur le potentiel d'appréciation des devises émergentes vis-à-vis du dollar US.

Participations au capital : la croissance s'inscrit dans la durée

Les investissements étrangers en capitaux propres connaissent un véritable essor : ils ont augmenté à un taux de croissance annuel cumulé de 60 % au cours des quatre dernières années. Les participations au capital représentent désormais 2 milliards USD, soit 18 % des investissements étrangers. Au cours des trois dernières années, huit fonds d'investissement spécialisés ont été créés : leur encours de gestion atteint plus de 500 millions USD.

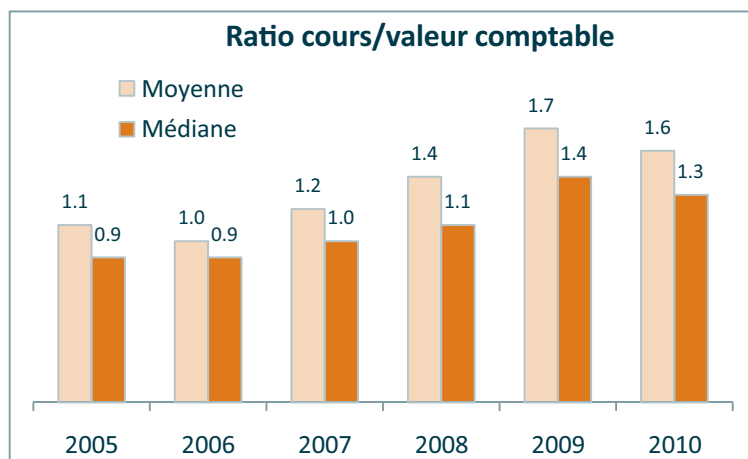
Les investissements étrangers en fonds propres sont essentiels en raison du manque de capital-risque favorisant l'inclusion financière sur de nombreux marchés émergents. Ce type d'instrument contribue à développer l'accès aux services financiers sur les marchés pionniers au travers de la création de nouvelles institutions financières et de la croissance des établissements existants.

Cela étant, le nombre d'IMF « éligibles aux investissements » est restreint et n'augmente pas au même rythme que l'offre d'investissements en fonds propres. Selon l'étude 2009 du MIX, il existe 419 IMF commerciales réglementées appartenant à des actionnaires totalisant 7,8 milliards USD de fonds propres et capables d'accueillir des participations. Seuls les fonds d'investissements à vocation sociale, tels que Oikocredit et Alterfin, investissent dans de jeunes IMF prometteuses sous la forme de participations inférieures à 500 000 USD.

Entre 2006 et 2009, l'abondance de l'offre d'investissements en fonds propres sur ce segment de marché relativement restreint a dopé les valorisations des IMF capables de recevoir des investissements et à fort potentiel de croissance. Celles-ci ont progressé de plus de 50 % sur la période, pour atteindre en moyenne 1,7 fois la valeur comptable prévisionnelle (graphique 4). Cela étant, comme dans le cas des instruments de

¹⁶ En décembre 2010, MFX Microfinance Currency Risk Solutions (<http://www.mfxsolutions.com>), l'un des deux prestataires de solutions de couverture de change, avait réalisé des opérations de swaps pour un montant cumulé de 51 millions USD.

Graphique 4. Croissance des valorisations : la tendance s'est inversée.



Sources : CGAP/JP Morgan (publication à venir).

dette, la récente configuration du marché a pesé sur les valorisations, et le mouvement de hausse s'est inversé, bien que dans une faible mesure. Jusqu'en 2009, les valorisations avaient également bénéficié du succès des introductions en Bourse de Compartamos au Mexique et de SKS en Inde, qui se sont révélées lucratives.

Les données concernant le taux de rendement interne des portefeuilles de participations en microfinance continuent de faire défaut. La plupart des fonds d'investissement en microfinance sont récents (ils ont moins de cinq ans). Peu d'entre eux ayant bouclé un cycle d'investissement complet, ils ne sont pas en mesure d'offrir une référence significative en matière de performance.

Perspectives des investissements en participations au capital

Les crises survenues sur plusieurs marchés, notamment en Bosnie-Herzégovine, en Inde et au Nicaragua, et le ralentissement généralisé du secteur incitent les investisseurs en fonds propres à revoir à la baisse leurs prévisions de performances. Comme le prévoyaient le CGAP et JP Morgan¹⁷, les valorisations des IMF indiennes commencent déjà à diminuer.

Les nouvelles opportunités d'investissement se trouvent dans les IMF de plus petite taille qui se situent à un stade plus précoce de leur développement, ainsi que dans la création de nouvelles IMF sur de vastes marchés dans lesquels le taux de pénétration de la microfinance est plus faible. De telles institutions requièrent des investisseurs qui soient prêts à adopter une approche pragmatique de long terme.

Les préoccupations concernant la gouvernance des IMF mettent en exergue le rôle déterminant que peuvent jouer les investisseurs en fonds propres¹⁸. Selon les estimations, les VIM détiendraient plus de 140 sièges aux conseils d'administration des IMF. Malheureusement, force est de constater que de nombreux investisseurs n'ont pas spécialement brillé par leur apport en la matière ; diriger et représenter les intérêts des actionnaires à des dizaines de milliers de kilomètres s'avère pour le moins difficile.

Sur les marchés plus matures, les investisseurs domestiques devraient se montrer plus actifs. Certaines banques commerciales de grande taille s'orientent vers les segments plus pauvres du marché en achetant des IMF. Parmi les exemples récents figurent l'acquisition d'Opportunity Bank

17. Voir Reille (2010).

18. Voir Silva (2010), sur la base des recherches concernant les faillites d'IMF en Amérique latine.

Montenegro par la banque autrichienne Austrian Erste Steiermaerkische Bank, celle de Finsol par Financiera Independencia au Mexique, et enfin celle d'Edificar par Banco del Credito au Pérou. L'espagnol BBVA a également acheté sept IMF en Argentine, au Chili, au Pérou et au Porto Rico afin d'exploiter un réseau de banques de microfinance. Les opérateurs de téléphonie mobile envisagent également de nouer des partenariats stratégiques avec des établissements financiers, parmi lesquels des IMF. À titre d'illustration, Telenor, un opérateur de téléphonie mobile de premier plan au Pakistan, a acquis une participation de 51 % dans Tameer Microfinance Bank. Telenor et la banque collaborent désormais en vue d'offrir une large gamme de produits financiers, y compris des services d'épargne, qu'ils s'efforcent d'enrichir avec l'utilisation de technologies de banque mobile.

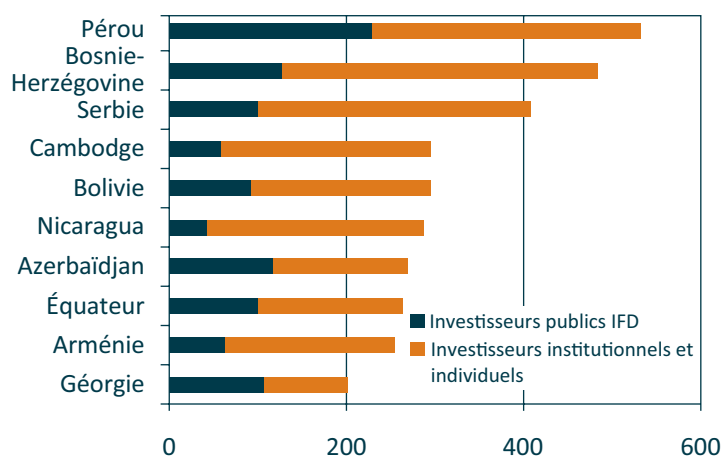
Performance sociale et finance responsable¹⁹

La plupart des investisseurs étrangers se sont intéressés à la microfinance en raison de sa valeur sociale. Une telle valeur se mesure essentiellement

à l'aune du degré d'inclusion financière, c'est-à-dire de l'accès des populations auparavant non bancarisées au crédit, à l'épargne et à d'autres services financiers. C'est de ce point de vue que le rôle des investissements étrangers est examiné.

Au niveau géographique, les investissements étrangers restent, dans une large mesure, concentrés dans un petit nombre de pays d'Amérique latine et des Caraïbes et d'Europe de l'Est et d'Asie centrale, où le niveau d'exclusion financière est modéré. Dix pays totalisant 100 millions d'habitants reçoivent plus de 60 % de l'ensemble des prêts étrangers, dont 30 % de la totalité des investissements des IFD en microfinance (voir graphique 5)²⁰. Par ailleurs, avec un produit intérieur brut moyen de 6 562 USD²¹ par habitant, ces dix pays se situent clairement dans la catégorie des pays à revenus moyens, à l'exception du Cambodge qui est classé dans les pays à faibles revenus²². Leur degré d'inclusion financière se situe également dans le milieu de la fourchette de variation, avec une moyenne de 515 comptes de dépôt auprès de banques commerciales pour 1 000 adultes (la médiane pour l'ensemble des pays étant de 530)²³ (voir graphique 6).

Graphique 5. Les principales destinations des prêts étrangers (M USD)



Sources : Données FSDB du MIX et CGAP (2010a, 2009a).

19. Sauf indication contraire, les données citées dans cette section font référence aux données FSDB du MIX.

20. L'analyse des financements des bailleurs de fonds et investisseurs publics (El-Zoghbi 2011) montre une répartition géographique largement similaire, avec toutefois une concentration légèrement moins forte et davantage d'accent sur les pays à faibles revenus.

21. Données 2009 du FMI, calculées à parité de pouvoir d'achat. Le revenu mondial par habitant est de 10 250 USD.

22. Classement s'appuyant sur les définitions de la Banque mondiale concernant les groupes de revenus. D'après l'analyse d'El-Zoghbi (2011), les dix premiers pays à bénéficier des financements des IFD et d'autres bailleurs de fonds publics ont un profil de revenus quasi identique, avec un seul pays à faibles revenus en plus.

23. Voir FMI (2010).

Cette concentration reflète largement l'historique du secteur. L'Amérique latine a été l'un des berceaux du développement de la microfinance au cours des années 1980. Les bailleurs de fonds et réseaux internationaux, en particulier ACCION International, ont contribué à la création et au développement d'IMF en s'efforçant de professionnaliser et de commercialiser le secteur. Le projet phare d'ACCION en Bolivie, BancoSol, a été la première ONG à devenir une banque commerciale. Par ailleurs, ACCION a créé Profund, le premier fonds d'investissement commercial en microfinance au monde qui a prouvé en 10 ans d'existence que l'investissement en microfinance pouvait être rentable. Ce fonds novateur a rencontré un grand succès et a notamment permis de montrer que la microfinance représentait une opportunité d'investissement viable sur le plan commercial, contribuant ainsi à drainer les flux d'investissements privés internationaux.

De la même façon, dans les anciens pays communistes d'Europe de l'Est et d'Asie centrale, la microfinance a été l'un des leviers actionnés par les bailleurs de fonds et les IFD pour aider ces pays à passer à l'économie de marché, ouvrant ainsi la voie à l'investissement à vocation commerciale. Ce fut notamment le cas en Bosnie-Herzégovine au cours des années d'après-guerre, où une institution faitière sous l'égide de la Banque mondiale a contribué au développement d'un groupe d'IMF prêtes à accueillir des investissements.

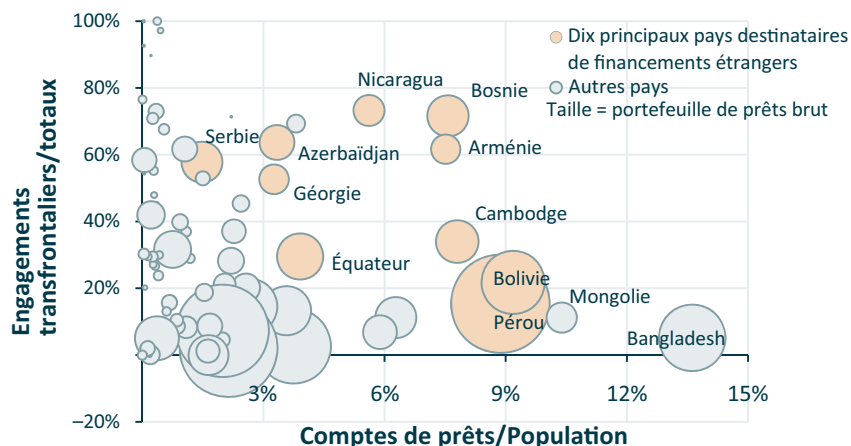
Grâce au soutien des bailleurs de fonds, ces marchés disposent de grandes institutions parvenues à un stade avancé de développement et donc en mesure d'absorber des montants élevés d'investissements étrangers. En effet, 52 % des financements étrangers sont captés par seulement 25 IMF, sur un total de 524 IMF bénéficiant de prêts étrangers. Sur ces 25 institutions, sept sont des filiales de ProCredit Bank, neuf sont des banques, sept sont des établissements financiers non bancaires et deux des ONG. Par ailleurs, ces principaux destinataires des fonds sont très largement tributaires des financements étrangers, qui représentent en moyenne plus de la moitié de leurs portefeuilles de prêts.

Les fonds étrangers ont soutenu la croissance des IMF faisant l'objet d'investissements, en les aidant à accroître l'échelle de leurs activités et à servir un nombre croissant de clients, notamment dans certains pays d'Amérique latine, des Caraïbes, d'Europe de l'Est et d'Asie centrale. Désormais, pour atteindre les objectifs sociaux qu'ils se fixent, les investisseurs étrangers devront investir davantage sur les marchés marginalisés d'Afrique et d'Asie.

Les investisseurs étrangers se montrent-ils responsables ?

Selon leurs ambitions et leurs perspectives, l'engagement social des investisseurs étrangers peut prendre diverses formes. Cela étant, on peut raisonnablement retenir comme critère minimum

Graphique 6. Les dix principaux pays destinataires des financements étrangers comptent parmi les marchés affichant les taux de pénétration de la microfinance les plus élevés



Sources : Données FSDB du MIX

d'engagement social le fait de ne pas nuire aux usagers (« *Do not harm* »). Cela implique entre autres d'éviter d'inonder les marchés de montants excessifs de capitaux et d'alimenter une concurrence risquée et l'octroi excessif de prêts de la part des IMF, une situation conduisant au surendettement des clients. Un grand nombre d'investisseurs se sont d'ailleurs engagés à empêcher une telle dérive dans le cadre de la *Smart Campaign*, une initiative du secteur visant à protéger les consommateurs.

Malheureusement, les investisseurs n'ont pas toujours réussi à suivre ces principes, ce qui s'est traduit sur quelques marchés au moins par un excès de capitaux et une insuffisance de contrôles. C'est notamment le cas de la Bosnie-Herzégovine et du Nicaragua, respectivement deuxième et sixième principaux destinataires des investissements étrangers en microfinance. Après des années de croissance spectaculaire, ces deux pays ont récemment traversé des crises comptant parmi les plus graves de l'histoire de la microfinance moderne. Le fait que ces deux marchés aient été caractérisés par une très nette domination des prêts étrangers (plus de 70 % des engagements des IMF) suggère que l'investissement transfrontalier s'est avéré le principal moteur de la surchauffe dans ces pays. Certaines IMF en Bosnie-Herzégovine ont déclaré que l'arrivée des financements commerciaux étrangers avait intensifié la recherche du profit et les avait conduites à mettre l'accent sur les volumes de prêts au détriment de financements responsables répondant aux besoins d'emprunteurs capables de rembourser.

Les exemples de la Bosnie-Herzégovine et du Nicaragua montrent que les investisseurs étrangers ne se sont pas assurés de la mise en œuvre de contrôles suffisants, que ce soit au niveau des IMF elles-mêmes ou à l'échelle du secteur, afin d'empêcher les répercussions négatives d'une croissance effrénée et déséquilibrée²⁴. Les effets néfastes de l'essor de la microfinance par le biais de l'investissement étranger ne se sont pas limités à ces deux pays. Nombre des IMF qui figurent parmi les principaux destinataires des prêts étrangers susmentionnés ont également été

victimes de leur propre essor — en 2009, par exemple, 10 de ces 25 IMF ont enregistré des taux combinés de portefeuille à risque à 30 jours et d'abandon de créances supérieurs à 10 %. BANEX au Nicaragua a fait faillite, victime d'une grève des remboursements soutenue par le parti au pouvoir qui a accentué les faiblesses d'un portefeuille constitué en toute hâte. Il est également possible qu'une ou deux autres institutions parmi ces 10 IMF subissent le même sort.

Fait notable, si la proportion des capitaux étrangers est d'une manière générale élevée pour les 25 IMF citées précédemment, elle l'est particulièrement dans le cas de ces 10 institutions en difficulté, puisqu'elle représente en moyenne 63 % des portefeuilles de prêts. La responsabilité des prêteurs étrangers ne peut donc être ignorée. C'est également le cas des investisseurs en fonds propres, qui se sont avérés des actionnaires importants — voire souvent dominants — d'IMF en Bosnie-Herzégovine et au Nicaragua. Leur responsabilité vis-à-vis de la maîtrise de la croissance est d'autant plus grande que leur statut leur confère un pouvoir de contrôle plus important sur les institutions.

En dépit des fragilités inhérentes à une croissance non durable et des crises qu'elle a engendrées, l'investissement étranger a joué un rôle important dans la stabilisation du secteur, même sur les marchés dans lesquels les financements locaux sont bien développés. En période de récession, les IMF peuvent pâtir de crises de liquidité, susceptibles non seulement de grever leur position de trésorerie mais aussi d'obérer directement la performance de leur portefeuille si les emprunteurs perçoivent l'institution comme instable. Or, n'étant pas incluses dans le système bancaire, les IMF nonbancaires n'ont pas accès aux financements des banques centrales en cas d'assèchement de leurs liquidités. Les investisseurs étrangers, notamment les IFD, sont donc apparus comme le dernier recours, par exemple avec le déploiement d'un fonds d'un montant de 500 millions USD (*Microfinance Liquidity Facility*²⁵) en février 2009 — environ quatre mois après la faillite de Lehman Brothers.

24. Voir Chen, Rasmussen, et Reille (2010) pour une analyse plus approfondie des facteurs sous-jacents des crises traversées par ces deux pays.

25. Baptisé par la suite *Microfinance Enhancement Facility*. Même si sa création a été motivée par des craintes de tarissement de la liquidité, le resserrement du crédit s'est avéré temporaire dans le secteur mondial de la microfinance et les services offerts par le fonds ont été moins sollicités qu'initialement prévu.

Les IFD ne sont pas les seules à intervenir. Certains VIM soutenus par des investisseurs institutionnels et individuels ont également aidé les IMF ayant des problèmes de liquidités en jouant un rôle contracyclique. Ce fut notamment le cas lors de la crise de l'État indien de l'Andhra Pradesh en 2010 : les banques locales ayant cessé d'octroyer des prêts, les investisseurs sociaux ont pris le relais²⁶. Par ailleurs, entre 2008 et 2009, alors que les investisseurs commerciaux se réfugiaient massivement sur les obligations d'État, les fonds de microfinance enregistraient peu de retraits d'investisseurs — en tout état de cause moins que de souscriptions.

À contre-courant de la tendance : les investisseurs responsables animés par des objectifs sociaux

Même si le niveau de portée moyenne et de responsabilité des investisseurs s'avère quelque peu décevant, toutes les stratégies d'investissement ne se ressemblent pas. Un certain nombre d'investisseurs étrangers s'efforcent d'atteindre les pays plus pauvres, davantage exclus des services financiers, et de collaborer avec les IMF moins développées afin d'atteindre ces objectifs. Le prix du CGAP décerné aux VIM prenant en compte les critères environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) dans leurs décisions d'investissement a permis d'identifier plusieurs investisseurs de ce type.

S'appuyant sur un réseau mondial qui s'étend dans 33 pays, Oikocredit s'efforce par exemple de continuer à mettre l'accent sur les petites IMF au service des populations pauvres et cible particulièrement les zones rurales et les femmes. Avec 543 IMF faisant l'objet d'investissements, le nombre d'IMF dans son seul portefeuille est supérieur à celui des IMF bénéficiant de financements étrangers selon les données FSDB du MIX, le principal groupe étant constitué d'institutions de niveau 3 (29 % du portefeuille total)²⁷. En tant que l'un des principaux fonds de microfinance, Oikocredit prouve qu'il est possible de servir les segments plus pauvres

du marché à une échelle significative. Comme Oikocredit, le fonds Triodos-Doen Fund, un fonds de premier plan récompensé par le CGAP pour l'intégration de critères ESG, met particulièrement l'accent sur l'Afrique subsaharienne. Quelque 13 % de son portefeuille est alloué à la région, contre une moyenne de 6 % pour les VIM²⁸.

Ces investisseurs sociaux ont non seulement permis une diversification des marchés et des institutions, mais ils ont également été les fers de lance de la mise en œuvre des principes de protection de la clientèle de la *Smart Campaign*. Également récompensé par le CGAP, Incofin prend des participations dans les IMF à condition que celles-ci modifient le pacte d'actionnaires de façon à y inclure explicitement des principes de protection de la clientèle. Dans le cadre de sa procédure annuelle de *due diligence*, le fonds s'attache également à vérifier que les principes sont bien appliqués, en interrogeant par exemple les directeurs d'agences sur le nombre d'emprunts contractés par les clients, et en s'assurant que la marge bénéficiaire du portefeuille ne dépasse pas 10 %.

Ces investisseurs prouvent qu'il est possible de prendre des mesures raisonnables permettant de s'assurer que la croissance est responsable, durable et axée sur des objectifs sociaux.

Conclusion

Selon le dirigeant d'un fonds de microfinance de premier plan, les cinq dernières années peuvent être qualifiées d'adolescence de la microfinance²⁹. Le secteur s'est en effet lancé à tous crins dans la croissance sans tenir suffisamment compte des risques qui lui sont associés et de la nécessité de rester fidèle à sa mission sociale.

Les années 2009 et 2010 se sont avérées une étape critique, bien qu'également difficile, pour le secteur mondial de la microfinance. Elles ont permis de mettre en évidence certaines fragilités de taille sur plusieurs marchés, en particulier l'obsession de la

26. Voir <http://www.microfinancefocus.com/content/ujjivan-microfinance-raises-88m-through-ncds>

27. Voir Sinha (2010). Les institutions de niveau 3 (« Tier 3 ») sont des IMF dont l'actif total est inférieur ou égal à 10 millions de dollars.

28. Voir CGAP (2009b et 2010c).

29. Entretien avec un dirigeant de VIM en décembre 2009.

croissance rapide, souvent basée sur le seul modèle du crédit. L'octroi abusif de prêts et le risque de surendettement sur certains des marchés à forte croissance — la Bosnie-Herzégovine, le Nicaragua et plus récemment l'Inde — ont sérieusement entaché l'image du secteur et ont conduit à une réévaluation de certaines pratiques fondamentales de la microfinance.

De cette analyse, il est possible de tirer trois conclusions pour les investisseurs :

1. La performance corrigée du risque des investissements en microfinance doit être réévaluée à la lumière des crises. Pour les investisseurs animés exclusivement par des objectifs commerciaux, l'investissement dans des instruments de dette apparaît moins intéressant qu'il ne l'était auparavant. Dans le même temps, les investissements en fonds propres sont plus attractifs d'un point de vue tant financier que social, mais ils nécessitent une approche de long terme et des attentes plus réalistes en matière de performance.
2. Tous les gestionnaires d'actifs ne se ressemblent pas. Certains VIM surmontent bien la crise. Les gestionnaires d'actifs suivant des politiques d'investissement robustes, dotés de processus solides et se fixant des objectifs sociaux offrent de meilleures performances à leurs clients. Les investisseurs devraient accorder plus d'attention à la sélection des VIM et des gestionnaires d'actifs. Conformément aux directives de publication
3. De nombreux fonds se diversifient dans l'investissement à fort impact au sens large. Face à l'intensification de la concurrence et à la volonté de réduire davantage la pauvreté, plusieurs gestionnaires d'actifs cherchent à étendre leur champ d'intervention à d'autres domaines que la microfinance classique. Certains s'orientent vers le financement des PME et octroient des prêts en syndication avec des IFD comme la BERD, qui finance les PME depuis longtemps. D'autres ciblent les opportunités d'investissement offertes par les secteurs du commerce équitable, de la santé, de l'éducation, de l'agriculture et des énergies renouvelables. De telles évolutions sont l'occasion d'élargir le marché et de diversifier les portefeuilles d'investissement et les risques. Elles s'accompagnent toutefois également des incertitudes propres à l'entrée en territoire inconnu. Les techniques permettant de mesurer le succès de l'investissement dans les PME et de l'investissement à fort impact sont différentes. Ces tentatives pourraient donc s'avérer décevantes par rapport aux rendements plus prévisibles générés par les IMF bien gérées.

30. Voir CGAP (2010b).

Références

CGAP, *CGAP Top 10 MIV Survey*, Washington, D.C. : CGAP, 2011.

———, *CGAP Funder Survey 2010*, Washington, D.C. : CGAP, 2010a.

———, *Microfinance Investment Vehicle Disclosure Guidelines: CGAP Consensus Guidelines*, http://www.cgap.org/gm/document-1.9.47636/CG_MIV_Rev.pdf, 2010b.

———, *CGAP MIV Survey*, Washington, D.C. : CGAP, 2010c.

———, *CGAP Funder Survey 2009*, Washington, D.C. : CGAP, 2009a.

CGAP/JP Morgan, *CGAP/JP Morgan Valuation Survey 2011*, Washington, D.C. : CGAP, (à venir).

Chen G., Rasmussen S. et Reille X., *Growth and Vulnerabilities in Microfinance*, Note Focus N°61, Washington, D.C. : CGAP, février 2010. (Existe en français sous le titre « Croissance et vulnérabilités en microfinance ».)

El-Zoghbi M., Gähwiler B. et Lauer K., *Cross-border Funding of Microfinance*, Note Focus N°70, Washington, D.C., avril 2011. (Existe en français sous le titre « Financement transfrontalier de la microfinance : état des lieux ».)

IMF (International Monetary Report)/CGAP, *Financial Access Report or the World Bank Group/ CGAP Financial Access–2010 Report*, Washington, D.C. : CGAP, 2010.

Krauss N. et Walter I., *Can Microfinance Reduce Portfolio Volatility?* New York : New York University, 18 février 2008.

Microfinance Focus, *Ujjivan Microfinance Raises \$8.8m through NCDs*, 10 janvier 2010, <http://www.microfinancefocus.com/content/ujjivanmicrofinance-raises-88m-through-ncds>

Reille X. et al., *All Eyes on Asset Quality: Microfinance Global Valuation Survey 2010*, Occasional Paper 16, Washington, D.C. : CGAP, mars 2010.

Silva A., *Understanding Failures in Microfinance*. Presentation at the Center for Financial Inclusion, Washington, D.C., 22 septembre 2010.

Sinha F., *Pilot Comprehensive Ratings of Three MIVs*, Presentation at the Savings and Credit Forum, Swiss Agency for Development and Cooperation, 2 juillet 2010.

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.

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
© CGAP, 2011

Cette *Note Focus* a été rédigée par Xavier Reille du CGAP, Sarah Forster et Daniel Rozas. Les auteurs souhaitent remercier Adrian Gonzalez du MIX et Yannis Berthouzo de Symbiotics pour leur contribution à la recherche. Ils expriment également leur gratitude à Alexia Latortue, Deborah Burand, Mayada El-Zogbi et Jasmina Glisovic pour leurs apports et leurs conseils.

Nous suggérons la citation suivante pour cette *Note Focus* :
Reille X., Forster S. et Rozas D., *Investissements étrangers en microfinance : réévaluer les rendements financiers et sociaux*, *Note Focus* n° 71, Washington, D.C. : CGAP, mai 2011.

