

Performance et perspectives des VIM : conclusions de l'enquête CGAP 2009

L'enquête 2009 du CGAP sur les véhicules d'investissement en microfinance (VIM) examine la bonne tenue des investissements en microfinance. Confrontés à l'une des crises financières les plus sévères des dernières décennies, les VIM ont progressé de 31 % en 2008 et ont affiché de bons taux de rendement sur investissement. On peut néanmoins craindre que l'ensemble des performances des VIM n'accusent un repli en 2009 en raison de la détérioration de la conjoncture des marchés, notamment en ce qui concerne la montée des risques liés au crédit. Pour la première fois, l'enquête révèle également les efforts entrepris par les VIM pour intégrer des paramètres environnementaux, sociaux et de gouvernance (ESG) au sein de leur politique d'investissement et de leurs procédures de *due diligence* et de contrôle.

En décembre 2008, les investissements en capitaux étrangers dans la microfinance ont franchi le seuil des 10 milliards de dollars¹. Plus de la moitié de ces investissements transfrontaliers sont administrés par des VIM. Ce nouveau segment en croissance rapide de la catégorie des actifs des marchés émergents attire une grande diversité d'investisseurs à orientation sociale.

On compte 103 VIM, gérant approximativement 6,6 milliards de dollars² d'actifs. Quatre-vingts VIM ont pris part à la troisième édition de l'enquête annuelle effectuée par le CGAP³, soit 93 % du montant total des actifs gérés par les VIM. La plupart des fonds sont enregistrés en Europe — principalement au Luxembourg et aux Pays-Bas — région où la fiscalité et la réglementation leur sont plus favorables. L'Amérique du Nord ne compte que 7,6 % des actifs des VIM, et aucun fonds spécialisé n'a été enregistré auprès d'une autorité de marché aux États-Unis.

Ralentissement de la croissance, mais peu de remboursements anticipés

Parmi les VIM interrogés, les actifs sous gestion ont augmenté de 31 % en 2008. Cette progression est

nettement inférieure à la croissance exubérante de 72 % observée en 2007, mais elle reste néanmoins impressionnante dans le contexte des ventes massives (20 % du portefeuille) constatées par les fonds des marchés émergents en 2008 (Anderson 2009). Même durant le premier trimestre de 2009, les VIM ont maintenu leur progression selon un taux annualisé de 16 % et, selon les gestionnaires d'actifs, la crise n'a provoqué que de très rares remboursements anticipés.

Cette croissance solide des actifs des VIM a été soutenue par un vaste éventail d'investisseurs publics et privés. Les petits investisseurs ont continué d'investir auprès des VIM. Le fonds *ResponsAbility Global Microfinance Fund*, un fonds orienté vers les petits investissements a par exemple progressé de 96 % en 2008. Les investisseurs institutionnels, qui représentent 42 % des capitaux gérés par les VIM, ont maintenu la stabilité de leur apport d'actifs à la microfinance. Les investisseurs publics ont renforcé leurs engagements envers la microfinance et ont créé deux fonds pour fournir des liquidités à des institutions de microfinance (IMF) en mal de capitaux : un fonds d'un montant de 250 millions de dollars, le *Microfinance Enhancement Facility*⁴ a été créé en février 2009, et le président américain Barack Obama a annoncé le lancement du fonds *Microfinance*

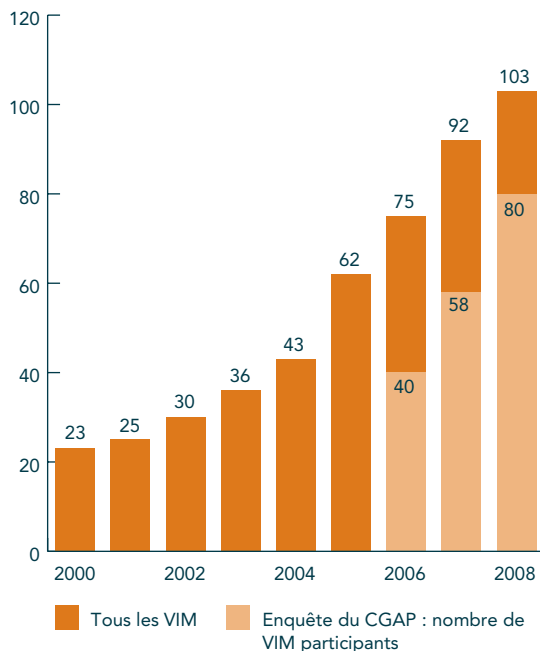
1 Montant des investissements en microfinance (capitaux propres et capitaux d'emprunt) provenant d'institutions financières de développement et d'investisseurs privés.

2 En décembre 2007, on comptait 91 VIM, gérant approximativement 5,4 milliards de dollars d'actifs.

3 Enquête effectuée par Symbiotics, société suisse fournissant des services d'information et de gestion d'actifs à l'industrie de la microfinance.

4 Créé par deux grandes institutions financières de développement : IFC et KfW.

Figure n° 1 : Nombre de VIM



*Growth Fund*⁵, d'un montant de 100 millions de dollars, lors du Sommet des Amériques d'avril 2009.

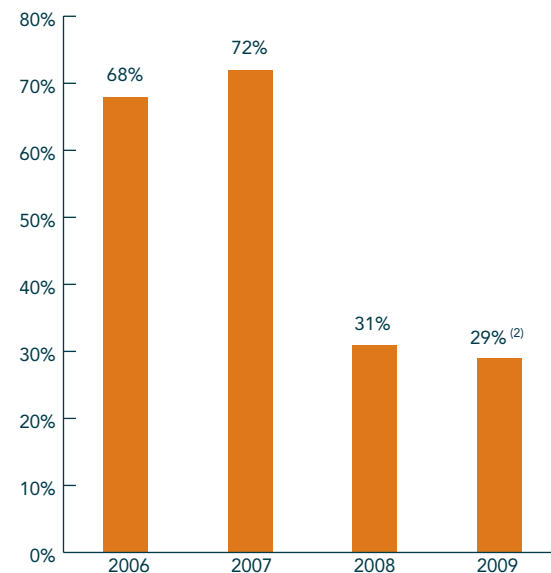
Au total, 11 fonds ont été créés en 2008. Parmi les nouveaux fonds, on remarque un intérêt plus marqué pour les prises de participation, les nouveaux marchés tels que l'agriculture et les nouveaux services financiers. Le fonds *LeapFrog Financial Inclusion Fund*, par exemple, privilégie la micro-assurance.

Une activité toujours concentrée sur les produits de dette en devises fortes

Les VIM forment un groupe varié, comportant des véhicules financiers structurés, des fonds privés de capital-investissement, des holdings de banques de microfinance et des fonds de dette (à revenu fixe).

Les investissements préférés des VIM restent les produits de dette en devises fortes : 76 % des investissements à revenu fixe sont libellés en euros ou en dollars. Ce type d'investissements peut exposer les IMF à un risque de change important qui fait rarement l'objet d'une couverture.

Les prises de participation progressent plus rapidement (en augmentation de 47 %) et plus

Figure n° 2 : Croissance totale des actifs⁽¹⁾

⁽¹⁾Taux de croissance total des actifs sur la base des données fournies par les VIM prenant part à l'enquête

⁽²⁾Prévisions des gérants d'actifs pour 2009

fortement que les investissements à revenu fixe (32 % en 2008). La distribution régionale reste très concentrée : 76 % des investissements des VIM ont lieu en Amérique latine et en Europe centrale/Asie centrale. Propulsée par la rapide expansion du marché indien de la microfinance, l'Asie est en train de rattraper son retard avec un taux de croissance de 55 % en 2008.

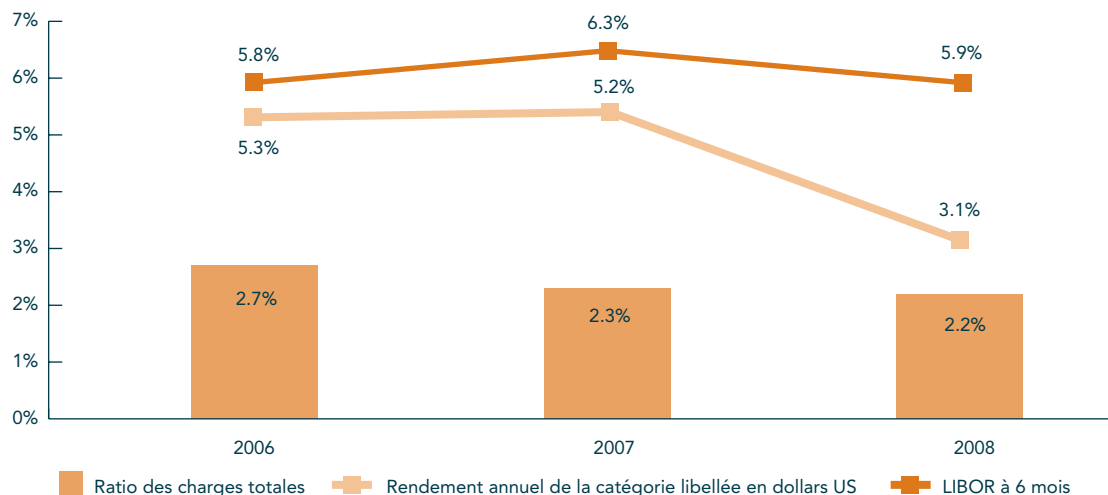
Performance des investissements à revenu fixe et des prises de participation

Rendement stable des fonds à revenu fixe (fonds de dette). Les fonds communs enregistrés investissant en produits de dette constituent la principale catégorie des VIM : 13 fonds y gèrent un montant total d'actifs d'1,8 milliard de dollars. Ces VIM, qui sont supervisés par les autorités de marché sont également les plus transparents.

Au cours des trois dernières années, les fonds à revenu fixe ont affiché des rendements nets entre 5,8 % et 6,3 % en dollars US (voir la figure n° 3). Cette faible variation du taux de rendement durant une période caractérisée par la grande volatilité du marché est imputable en grande partie au fait que

⁵ Il s'agit d'un partenariat entre le Fonds d'investissement multilatéral de la Banque interaméricaine de développement, l'U.S. Overseas Private Investment Corporation (OPIC) et la Société interaméricaine d'investissement (SII).

Figure n° 3 : Performance des fonds communs enregistrés à revenu fixe



les VIM appliquent des taux d'intérêt fixes, plutôt que variables, sur leurs prêts aux IMF⁶. Elle peut également s'expliquer par les politiques comptables des VIM ; en l'absence d'un marché secondaire pour les actifs des VIM, la plupart des instruments sont comptabilisés à leur valeur historique plutôt qu'à une valeur de marché.

La taille moyenne des fonds a très fortement augmenté sur les trois années en passant de 65,1 millions à 161,2 millions de dollars, mais très peu d'économies d'échelle ont été réalisées. Le ratio moyen des charges totales a très légèrement diminué, passant de 2,7 % à 2,2 % durant la période.

Un intérêt plus marqué pour les fonds de capital-investissement. Les sociétés de capital-investissement et les sociétés holdings de banques de microfinance sont à l'origine de la majorité des apports de capitaux propres aux IMF. Fin 2008, treize fonds de capital-investissement administraient un total d'actifs de 257 millions de dollars. En raison de la création récente des fonds privés de capital-investissement (remontant en moyenne à 3,5 ans) il n'existe pas encore de taux de rendement de référence. Pour les VIM créés avant 2005, le taux interne brut de rendement moyen était de 12,5 % en 2007 et de 10,5 % en 2008, mais l'échantillon est trop réduit pour permettre des conclusions significatives.

Les sociétés holdings augmentent en nombre et en taille. On remarque depuis quelques temps

une augmentation du nombre de sociétés holdings d'IMF, créées grâce au financement d'investisseurs publics. En offrant capitaux et assistance technique, ces sociétés holdings jouent un rôle crucial pour la création de nouvelles institutions financières servant les pauvres. Procredit, une holding allemande de 22 microbanques, est la plus ancienne (10 ans) et de loin la plus importante (environ 1 milliard de dollars d'actifs fin 2008).

Les sociétés holdings sont devenues plus diversifiées au cours des trois dernières années. Des cabinets-conseil ont créé quatre sociétés holdings en Europe, et des IMF en ont créé trois dans des pays en développement⁷. Les réseaux de microfinance, tels que FINCA, WWB et Opportunity International, procèdent également à la création de sociétés holdings pour améliorer la gestion de leurs investissements en capitaux dans les IMF affiliées.

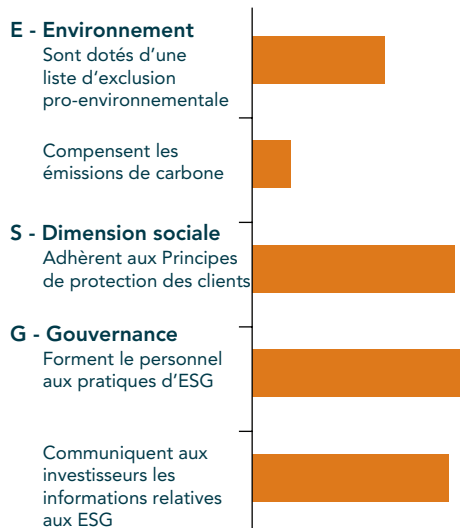
Un plus grand intérêt pour les priorités environnementales et sociales

En sus de la croissance continue des VIM durant la crise, la conclusion peut-être la plus surprenante de l'enquête a été le nombre de VIM communiquant des informations sur les questions d'ESG, à partir des Principes d'investissement à dimension sociale établis par un groupe d'investissement réuni par les Nations unies. C'était la première fois que l'enquête

⁶ L'enquête a montré que 90 % des prêts des VIM étaient offerts aux IMF à des taux d'intérêt fixes, établis en moyenne à 9,3 %.

⁷ Catalyst Microfinance Investors créée par ASA et BRAC au Bangladesh, et Tenjer créée par XAC en Mongolie.

Figure n° 4 : Informations sur les ESG communiquées par les VIM



Remarque : Pourcentage des VIM prenant part à l'enquête du CGAP

du CGAP incluait des indicateurs ESG, et les résultats montrent, chez un grand nombre de VIM, une forte orientation en faveur de la prise en compte d'un double-résultat (voir la figure n° 4).

Selon l'enquête, plus de 60 % des VIM participants communiquent à leurs investisseurs des informations sur les ESG, et 65 % ont formé leur personnel à ces questions. En outre, 63 % des VIM ont également pris l'engagement de respecter les Principes de protection des clients établis par le CGAP et le Centre pour l'inclusion financière d'ACCION. Alors même que l'intérêt de ces fonds pour l'environnement est relativement récent, 12 % des VIM déclarent avoir fait l'acquisition de crédits d'émissions de carbone, tandis que 41 % définissent des exclusions au motif de protection de l'environnement.

Les premiers résultats de 2009

On peut s'attendre à une détérioration de la performance des VIM au cours de 2009 en raison de l'évolution de la conjoncture du marché. Le risque associé aux IMF est en hausse : le portefeuille à risque a fortement augmenté durant le premier semestre de 2009⁸. La demande en capitaux est en recul dans toutes les régions car les IMF ont décidé de réduire leur croissance et de durcir leur politique de crédit. Dans ce contexte, la trésorerie des VIM a atteint des niveaux record (environ 20 % du total des actifs pour les VIM basés au Luxembourg), ce qui a entraîné une diminution du rendement total des fonds. Les frais de couverture des VIM ont progressé également en raison de la grande volatilité des changes, ce qui a nuï aux profits des fonds.

Les VIM ont réagi en ralentissant leur croissance et en renforçant le contrôle de leurs investissements. Ils ont également décidé d'améliorer leurs systèmes de gestion des risques et de s'associer à des investisseurs publics pour apporter leur soutien aux IMF en difficulté. Bien qu'il soit probable que les VIM continuent à croître à des taux supérieurs à 10 %, nous prévoyons que les rendements chuteront au-dessous de 3,5 % en 2009.

Référence

Anderson J., « *Chart of the Day: How Much Money Has Left? Emerging Economic Comment* », Service de recherche en investissement d'UBS, mars 2009. Performance et perspectives des VIM : conclusions de l'enquête CGAP 2009.

⁸ Selon les informations fournies pour 50 IMF étudiées par Symbiotics, le portefeuille à risque à plus de 30 jours, refinancements compris, a augmenté de 3,8 % à 6,8 % en juin 2009.

Annexe : Données de référence des VIM par groupes de pairs (résultats de 2008)

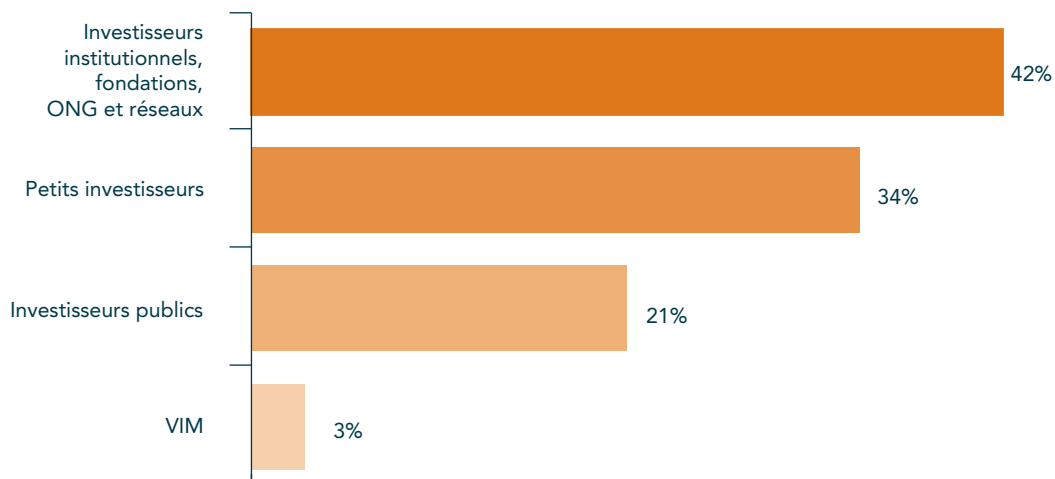
	Tous les VIM		Fonds communs enregistrés à revenu fixe		Fonds d'investissement non enregistrés à revenu fixe		Véhicules financiers structurés/ Allocation dynamique des actifs		Véhicules financiers structurés/ Allocation statique des actifs		Fonds à orientation sociale		Fonds privés de capital-investissement		Sociétés holdings d'IMF	
	Moyenne pour le groupe (MG)	Nombre de VIM dans l'échantillon (N)	MG	N	MG	N	MG	N	MG	N	MG	N	MG	N	MG	N
Actif total (millions USD)	76.4	80*	161.2	11	19.2	5	176.1	6	63.2	8	49.0	20	19.8	13	19.9	6
Portefeuille de microfinance en capital-investissement (millions USD)	14.3	80	6.2	11	0.02	5	5.9	6	—	8	4.5	20	12.9	13	14.7	6
Portefeuille de microfinance en produits de dette (millions USD)	45.2	80	123.6	11	13.7	5	93.4	6	60.4	8	28.6	20	2.2	13	2.9	6
Montant moyen des investissements en capital (millions USD)	3.9	80	2.5	11	0.1	5	2.2	6	—	—	1.0	20	2.2	13	2.5	6
Montant moyen des investissements en produits de dette (millions USD)	1.8	80	2.1	11	0.7	5	3.7	6	4.1	8	0.7	20	0.7	13	1.1	6
Rendement annuel total																
Taux de rentabilité interne brut (TRI)																
Ratio des charges totales																

*Sur 80 VIM participant à l'enquête, seuls 69 ont été placés dans un groupe de pairs. (voir la définition de groupe de pairs à la page suivante)

Définitions des groupes de pairs :

- **Fonds communs enregistrés à revenu fixe.** Fonds communs réglementés et supervisés par une autorité de marché.
- **Fonds d'investissement non enregistrés à revenu fixe.** Sociétés privées d'investissement offrant aux IMF des produits de dette. Ces fonds ne sont pas supervisés par une autorité de marché.
- **Véhicules financiers structurés/Allocation dynamique des actifs.** Ces véhicules émettent deux ou trois rangs de créances mais seuls les créances prioritaires font l'objet d'une notation. Ils investissent principalement en instruments à revenu fixe au sein de grosses IMF.
- **Véhicules financiers structurés/Allocation statique des actifs — Obligations structurées adossées à des emprunts.** Ces véhicules sont en général classés parmi les obligations structurées adossées à des emprunts et émettent également deux ou trois rangs de titres de créances mais leurs actifs ne comprennent qu'un ensemble statique de prêts accordés à de grosses IMF (billets à ordre).
- **Fonds à orientation sociale.** Fournissent aux IMF de la dette, des garanties ou des participations au capital. Ils investissent au sein des IMF moins importantes et sur les marchés pionniers. Ces fonds sont en général gérés par des organisations à but non lucratif et par des coopératives.
- **Fonds privés de capital-investissement.** Comprennent les sociétés de capitaux risque et les sociétés privées de capital-investissement fournissant des capitaux propres aux IMF.
- **Sociétés holdings d'IMF.** Ces sociétés assurent fonds propres et assistance technique aux IMF *greenfield*. Elles détiennent en général une participation majoritaire au sein des sociétés investies.

Sources de financement des VIM



Septembre 2009

Toutes les publications du CGAP sont disponibles sur son site internet à l'adresse www.cgap.org.

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

Tél. : 202-473-9594
Fax : 202-522-3744

Adresse électronique :
cgap@worldbank.org

© CGAP, 2009

AUTEURS :

Xavier Reille, Jasmina Glisovic-Mezieres et Yannis Berthouzoz, avec la collaboration de Damian Milverton