

Réflexions du CGAP sur l'introduction en bourse de Compartamos : une étude de cas sur les taux d'intérêt et les profits de la microfinance

Le 20 avril 2007, *Banco Compartamos*, une institution de microfinance (IMF) créée en 1990 grâce à des subventions variées, notamment du CGAP, a réalisé une introduction en bourse marquante. L'offre a été sursouscrite 13 fois, ce qui constitue un succès important au regard des normes des marchés financiers¹. La demande n'ayant pas pu être satisfaite, le prix des actions (qui représentaient 30% des droits de propriété de la banque) grimpa jusqu'à atteindre 22% de hausse dès le premier jour d'échange. La demande était liée à la croissance et la rentabilité exceptionnelles de Compartamos, à une pénurie d'investissements mexicains sur les marchés émergents, à la valeur de rareté, à la gestion solide de l'organisation et à l'intérêt suscité par la microfinance.

Le succès spectaculaire de l'introduction en bourse a marqué une étape importante non seulement pour Compartamos mais aussi pour le secteur de la microfinance. La plupart des actions ont été achetées par les gestionnaires de grands fonds internationaux et d'autres investisseurs commerciaux, et non par des investisseurs socialement responsables. Cet événement va probablement renforcer significativement la crédibilité de la microfinance sur les marchés des capitaux commerciaux et accélérer la mobilisation du capital privé pour financer l'offre de services financiers aux pauvres et personnes à faible revenu.

Cependant, l'offre publique de Compartamos soulève de sérieuses questions dans le secteur de la microfinance et d'autres milieux, particulièrement à cause des profits colossaux perçus par les actionnaires de Compartamos. Cet article traite de trois questions :

- Les subventions versées à Compartamos lors des premières années de lancement ont-elles servi à enrichir les investisseurs privés ?
- Les profits exceptionnels de Compartamos et les taux d'intérêt élevés sur lesquels ils reposent sont-ils justifiables eu égard à la mission sociale poursuivie par la compagnie et sont-ils cohérents avec les objectifs de développement de ses principaux actionnaires ?
- L'introduction en bourse change-t-elle la gouvernance de Compartamos d'une manière qui rend plus difficile le maintien d'un équilibre entre les objectifs sociaux et les objectifs commerciaux (en particulier lorsqu'il faudra choisir de privilégier les intérêts financiers des actionnaires ou ceux des clients) ?

L'introduction en bourse a suscité de nombreuses discussions concernant ces trois questions mais, en fait, les deux premières questions ne sont pas directement liées à l'offre publique : elles se poseraient même si l'offre n'avait jamais eu lieu. L'introduction en bourse et les remous provoqués n'ont fait que mettre ces questions à l'ordre du jour.

Nous commencerons par donner un bref historique et quelques explications sur l'introduction en bourse, puis nous présenterons les réflexions du CGAP sur ces questions. Les sources principales de notre analyse proviennent du prospectus d'émission de l'introduction en bourse et des bases de données du MIX Market/MicroBanking Bulletin². Du fait de la date de certaines données et de la simplification des hypothèses, certains calculs peuvent être légèrement imprécis, mais nous pensons que les marges d'erreur sont suffisamment insignifiantes pour ne pas affecter la vue d'ensemble. Nous avons invité les plus gros actionnaires de Compartamos à commenter la première ébauche de cet article.

Historique et précisions sur la transaction

De 1990 à 2000, Compartamos a opéré sous le statut d'organisation non gouvernementale à but non lucratif (ONG). Pendant cette période, l'organisation a reçu un total de 4,3 millions de dollars de subventions ou de quasi-subventions sous la forme de prêts à des conditions favorables provenant d'agences internationales de développement ou de sources financières mexicaines privées. L'ONG octroyait des petits prêts aux femmes pauvres et à faible revenu, principalement dans les zones rurales.

Dès 2000, Compartamos desservait 60 000 emprunteurs. Afin d'obtenir des fonds commerciaux pour accélérer la croissance de l'organisation, l'ONG et d'autres investisseurs créèrent une compagnie financière réglementée avec un statut de société commerciale. Au même moment, l'USAID (Agence Américaine pour le Développement International) octroyait une subvention de 2 millions de dollars à ACCION, une organisation internationale à but non lucratif offrant de l'assistance technique et des capitaux d'investissement aux institutions de microfinance. Avec cet argent, ACCION (1) fournit une assistance technique d'une valeur de 200 000 dollars à l'ONG Compartamos, (2) accorda 800 000

1 <http://www.reuters.com/articlePrint?articleId=USN2025193920070420>

2 Les bases de données du MIX Market et du MicroBanking Bulletin sont produites par le MIX (Microfinance Information Exchange), www.themix.org. Les données propres à des IMF particulières parues dans le MicroBanking Bulletin sont confidentielles et ne peuvent être utilisées qu'avec l'autorisation de l'IMF.

dollars à l'ONG Compartamos pour acheter des parts dans la nouvelle compagnie financière, (3) et prêta 1 million de dollars à la compagnie financière sous forme de dette subordonnée³.

En plus des subventions et des quasi-subventions, la compagnie financière à but lucratif Compartamos a reçu plus de 30 millions de dollars de prêts des agences publiques de développement⁴ et 15 millions de dollars supplémentaires d'investisseurs privés⁵ motivés par des considérations sociales. Ces prêts ont été en majorité octroyés aux taux d'intérêt du marché ou au-dessus.

Au début de l'année 2002, Compartamos a pu émettre des obligations pour un total de 70 millions de dollars environ sur le marché boursier mexicain. La plupart de ces obligations ont été partiellement garanties par la Société financière internationale (SFI) qui a facturé des frais de 2,5% sur les montants garantis⁶. De plus, la compagnie a mobilisé près de 65 millions de dollars en empruntant auprès des banques mexicaines et des prêteurs commerciaux.

En juin 2006, la compagnie financière a reçu un agrément bancaire intégral. En tant que banque, Compartamos est autorisée à collecter les dépôts. Cependant, l'institution n'a pas usé de ce droit jusqu'au moment de l'introduction en bourse en avril 2007. A la fin de l'année 2006, la compagnie desservait 616 000 emprunteurs. Elle espère continuer sa croissance rapide.

Au moment de l'introduction en bourse, l'actionariat de Compartamos était composé comme suit :

- Compartamos AC (l'ONG) : 39,2%, financés principalement par les subventions du CGAP et de l'USAID/ACCION
- Fonds Gateway d'ACCION : 18,1%
- SFI : 10,6%
- Administrateurs et cadres de direction : 23,7%
- Autres investisseurs privés mexicains : 8,5%

Le montant initial des actions payé par ces investisseurs en 1998-2000 s'élevait au total approximativement à 6 millions de dollars⁷. Fin 2006, la valeur comptable

Bref historique de Compartamos

- 1990 : Création de l'ONG
- 2000 : Transfert des opérations à une compagnie financière réglementée
- 2002 : Première émission d'obligations sur le marché obligataire mexicain
- 2006 : Autorisation du gouvernement mexicain d'opérer en tant que banque multiservices
- 2007 : Introduction en bourse

de ces actions s'élevait à 126 millions de dollars grâce aux bénéfices très élevés de la compagnie. La valeur comptable du rendement des capitaux propres des actionnaires s'est élevée en moyenne à 53% par an depuis la commercialisation en 2000 et plus de 80% de ces bénéfices ont été mis en réserve par la compagnie pour financer la croissance du nombre et de la taille des prêts, plutôt que de verser des dividendes aux actionnaires⁸. Ces bénéfices non distribués ont contribué à la croissance importante de la valeur comptable de la compagnie.

Les bénéfices reflètent les taux d'intérêt élevés que Compartamos applique sur ses prêts. Le rendement des intérêts sur le portefeuille de prêts moyen de Compartamos était d'environ 86% en 2005⁹. (Comme nous le montrerons plus tard, les taux d'intérêt très élevés sont pratique courante parmi les prestataires à but lucratif ou non lucratif opérant sur le segment pauvre du marché du crédit au Mexique).

Lors de l'introduction en bourse du 20 avril 2007, les actionnaires ont vendu environ 30% de leurs titres à de nouveaux investisseurs, dont la plupart étaient des gestionnaires de fonds internationaux classiques et d'autres investisseurs commerciaux. Cette introduction en bourse constituait une offre secondaire : Compartamos n'a pas créé ou vendu de nouveaux titres, ce qui aurait apporté des financements supplémentaires à la banque. Au contraire, les revenus de la vente sont allés aux actionnaires existants qui ont réalisé une plus-value en vendant une partie de leur intéressement dans la banque.

3 Le fonds "Gateway" d'ACCION acheta aussi 1 million de dollars d'actions dans la compagnie financière. Compartamos remboursa plus tôt que prévu l'emprunt subordonné lorsque l'organisation eut accès à des sources de financement moins coûteuses.

4 Interamerican Investment Corporation, KfW (Allemagne), ADean Development Corporation, Société financière internationale (SFI) et Instituto de Credito Oficial (Espagne).

5 Dexia Micro Credit Fund et Credit Suisse Microfinance Fund management.

6 La SFI est l'institution du Groupe de la Banque mondiale chargée des opérations avec le secteur privé.

7 Même si la compagnie financière n'a pas reçu son agrément avant 2000, le capital devait être investi plus tôt afin de soutenir la candidature à l'obtention de la licence.

8 La base de données du MIX (www.themix.org) calcule les rendements en pourcentage de la valeur moyenne des capitaux propres des actionnaires sur une période d'un an, et n'utilise pas la valeur initiale des capitaux propres au début de l'année. Cette dernière mesure, qui pourrait donner une meilleure image de la croissance de la valeur de l'investissement des actionnaires, est encore plus élevée. Par exemple, le rendement de Compartamos sur les capitaux moyens de 2006 s'élevait à 57,4%, tandis que le rendement sur les capitaux propres initiaux s'élevait à 70%.

9 Depuis que Compartamos a transféré ses opérations à une organisation à but lucratif en 2000, ses prêts sont taxés à environ 15%. Selon la pratique courante mexicaine, Compartamos déduit cette taxe sur la valeur ajoutée lorsqu'il comptabilise le revenu des intérêts. Ainsi, les intérêts réels payés par les clients sont d'environ 15 pour cent de plus que les taux cités ci-dessus.

Les investisseurs existants ont reçu un total approximatif de 450 millions de dollars pour la vente de 30% de leurs titres, ce qui représente plus de 12 fois la valeur comptable de ces titres. Il en résulte une valeur marchande de la compagnie qui s'élève à plus de 1,5 milliard de dollars et un taux de rendement interne sur l'investissement initial des actionnaires (environ 6 millions de dollars) d'environ 100% par an calculé sur huit ans.

La plupart des revenus de la vente sont allés à des institutions d'intérêt public : la SFI et les ONG à but non lucratif d'ACCION et de Compartamos. Un tiers des revenus, soit environ 150 millions de dollars, sont allés dans les poches des actionnaires privés. Les titres non vendus qui restent en possession de ces actionnaires privés s'élèvent à environ 300 millions de dollars, au prix de l'introduction en bourse¹⁰.

1. Les subventions versées à Compartamos lors des premières années de lancement ont-elles servi à enrichir des investisseurs privés ?

Comme nous venons de le noter, l'introduction en bourse a généré des bénéfices énormes pour les investisseurs privés. Dans cette partie, nous limitons l'analyse à la question de savoir si les subventions des bailleurs et autres financements à des conditions favorables sont allés dans les poches des actionnaires privés. La seconde partie sera un questionnement plus large sur le bien fondé du montant des profits. Ce questionnement prend en considération les objectifs sociaux qui ont motivé les subventions initiales et qui devraient, en principe, guider les décisions des actionnaires porteurs d'objectifs de développement de Compartamos.

Quasiment toutes les subventions ayant soutenu les opérations de Compartamos ont été accordées aux ONG à but non lucratif et y sont restées, sans fuite dans les poches des investisseurs privés. Aucune subvention n'a été versée à la compagnie financière. ACCION a prêté 1 million de dollars provenant de sa subvention reçue de l'USAID en 2000 pour financer la compagnie financière, laquelle a déjà remboursé le prêt. ACCION et l'ONG Compartamos ont utilisé l'argent des subventions pour acheter des parts de capital dans la compagnie financière, qu'elles ont conservées ainsi que les droits associés sur les bénéfices à venir¹¹. Les gains énormes de capital réalisés lors de l'introduction en bourse reviennent aux ONG et sont utilisés pour financer leur action d'intérêt public.

L'ONG Compartamos a reçu plus de 100 millions de dollars de l'introduction en bourse, lesquels seront utilisés pour accroître ses activités principalement centrées sur les questions de santé et d'alimentation de la population pauvre du Mexique. ACCION a vendu un plus grand pourcentage de ses titres et a reçu environ 135 millions de dollars qui vont être utilisés pour renforcer son travail de soutien aux institutions de microfinance dans le monde. Lorsque l'on inclut les 40 millions de dollars perçus par la SFI, environ cinq huitièmes du revenu de la vente sont retournés aux organisations dont les actifs servent des objectifs de développement et ne sont pas distribués à des actionnaires privés.

Les investisseurs privés ont perçu plus de 150 millions de dollars de la vente. Il est légitime de s'interroger sur le bien fondé de profits si élevés pour une compagnie qui s'est toujours dite désireuse de maintenir l'équilibre entre les objectifs commerciaux et les objectifs sociaux. Nous traiterons de cette question dans la partie suivante. Mais les parts sociales de la compagnie détenues par les personnes privées n'ont pas été financées par de l'argent public.

Il est juste de rappeler que les subventions des bailleurs ont financé les opérations de l'organisation à un stade de développement plus précoce, donc plus risqué. En contrepartie, l'ONG Compartamos a reçu une prime en plus de la valeur nominale du portefeuille de prêts transféré à la compagnie financière. On peut toujours se demander si la prime reçue était suffisante, mais la réponse à cette question aurait dû être donnée en 1998, sans bénéficier d'une information a posteriori. Nous pensons de notre côté que la compagnie financière était toujours un investissement risqué pour les investisseurs privés en 1998. La grande majorité des investisseurs privés ayant investi dans la compagnie financière à cette époque étaient tout autant motivés par les objectifs sociaux que par les objectifs financiers¹².

En plus des 6,3 millions de dollars de subventions octroyés aux ONG Compartamos et ACCION, plus de 45 millions de dollars de prêts ont été octroyés par des agences de développement et des investisseurs sociaux à la compagnie financière puis à la banque. Certains de ces prêts comportaient des éléments concessionnels : par exemple, certains offraient un échéancier de remboursement plus long ou exigeaient des garanties moins élevées qu'un prêt commercial habituel, d'autres offraient l'avantage d'être protégés contre tout risque politique national car ils étaient alloués par des agences internationales publiques. Ces modestes conditions favorables ont sans aucun

10 Au 30 juin 2007, les titres de Compartamos s'échangeaient à 6,15 \$, soit un gain de 66% par rapport au prix initial de 3,70\$ annoncé pour l'introduction en bourse.

11 L'achat de parts de la compagnie financière par ACCION n'a pas été financé par la subvention de 2 millions de dollars de l'USAID présentée dans le tableau ci-dessus, mais par des subventions antérieures de l'USAID et du CGAP pour le fonds d'investissement Gateway d'ACCION.

12 Il est important de noter qu'un quart des donations faites à l'ONG Compartamos provient de sources financières mexicaines privées, principalement de la famille Harp, qui a ensuite payé 10% des parts de la compagnie financière.

Tableau 1. Subventions et prêts à conditions favorables pour les opérations de Compartamos

Année	Source	Montant (000 \$)
1990	USAID	50
1993	Subvention BID	150
1993	Prêt BID (conditions de quasi-subvention)	500
1995	Alfredo Harp & famille	1 300
1995-1998	Autres investisseurs mexicains privés	300
1996	CGAP	2 000
2000	USAID (à travers ACCION)	2 000
	Total	6 300

Note : Ce tableau n'inclut pas l'achat de parts sociales à hauteur de 1 million de dollars par le fonds Gateway d'ACCION en 1998 ; les actifs de Gateway de l'époque provenaient en grande majorité d'anciennes subventions de l'USAID et du CGAP qui avaient pour but d'investir dans des IMF non spécifiques et qui, de ce fait, ne ciblaient pas spécifiquement Compartamos.

doute profité à la compagnie, y compris à la minorité d'investisseurs privés. Mais de tels avantages sont associés à la plupart des opérations financées par des agences de prêt tournées vers le développement ; il n'y a rien d'inhabituel dans le cas des investissements réalisés dans Compartamos. Le plus important est de savoir que les taux d'intérêt payés par Compartamos pour ces prêts ont généralement été égaux ou supérieurs au taux du marché.

Dans l'ensemble, nous pensons que l'aide publique octroyée à Compartamos n'a pas été détournée au profit d'investisseurs privés. Au contraire, nous pensons que les subventions ont été utilisées de façon très pertinente à des fins de développement. Fin 2006, avant l'introduction en bourse, les 6,3 millions de dollars de subventions avaient catalysé plus de 130 millions de dollars d'investissement commerciaux entièrement privés. Compartamos va maintenant commencer à utiliser son agrément bancaire pour mobiliser les dépôts. Si l'on suppose que Compartamos réussira à mobiliser suffisamment de dépôts au cours des quatre prochaines années pour amener son ratio d'endettement au même niveau qu'une banque mexicaine typique, alors, d'ici 2010, la banque bénéficiera de plus de 1,2 milliards de dollars de fonds purement commerciaux, équivalant à 80% du total de son actif¹³. Une autre approche consiste à comparer le montant de subvention initial des bailleurs avec le nombre d'emprunteurs desservis : fin 2006, l'apport en subventions représentait environ 10 dollars par emprunteur actif, un chiffre qui continuera à diminuer si Compartamos continue à servir de plus en plus de clients.

2. Les profits exceptionnels de Compartamos et les taux d'intérêt élevés sur lesquels ils reposent sont-ils justifiables eu égard à la mission sociale poursuivie par la compagnie et sont-ils cohérents avec les objectifs de développement de ses principaux actionnaires ?

La principale source de préoccupation de la communauté de la microfinance vis-à-vis de l'introduction en bourse a été l'énorme profit que celle-ci a généré, particulièrement les gains perçus par les actionnaires privés. Pour traiter de cette question, nous devons tout d'abord faire la distinction entre l'existence et la taille des profits. Nous ne voyons rien de répréhensible dans le fait que les actionnaires génèrent des profits à partir de leur investissement dans Compartamos. Les agences de développement et les bailleurs privés ont toujours subventionné certaines activités en espérant que celles-ci finiraient par générer des bénéfices commerciaux, parce qu'ils pensaient que ces bénéfices serviraient aussi à atteindre un objectif social plus important. Des projets tels que la construction d'une route ou d'un barrage ou le financement d'un projet de soutien aux exportations afin de créer des emplois, sont tous des projets susceptibles d'enrichir des individus qui seront en mesure de créer ou de développer des entreprises en cas de réussite du projet.

Dès les premières années de Compartamos, toutes les personnes impliquées, y compris les bailleurs, avaient un objectif clairement établi, qui était de financer une croissance exponentielle de la clientèle servie en collectant les dépôts, ce qui exigerait probablement que les opérations migrent vers une société à but

13 Ces chiffres ne comprennent que l'argent mobilisé à partir de sources extérieures, ils ne comptent pas les bénéfices non distribués de la compagnie. Cette projection suppose que le niveau d'endettement non lié aux dépôts reste le même et que les bénéfices diminuent pour atteindre un niveau de rendement des capitaux propres de 20%, ce qui est toujours au-dessus de la moyenne des banques mexicaines de 15%. Si l'on suppose des bénéfices à un niveau de 50%, les financements entièrement commerciaux représenteraient environ 75% de l'actif de la banque d'ici 2010.

lucratif. Tous avaient la vision à long terme d'un marché mexicain du microcrédit où de nombreuses compagnies privées allaient se concurrencer pour offrir des services financiers aux clients les plus pauvres et allaient financer leurs opérations à l'aide de fonds commerciaux privés plutôt que de reposer sur de rares financements des bailleurs. Il semble évident que Compartamos ne servirait pas aujourd'hui 600 000 clients et ne connaîtrait pas une croissance si rapide si l'organisation n'avait pas adopté une approche commerciale pour remplir sa mission. Compte tenu de l'approche choisie, personne ne devrait être surpris du fait que les entités privées en retirent des profits.

La question la plus difficile concerne la taille des bénéficiaires. Même les personnes favorables à l'approche commerciale des opérations de microfinance doivent se poser des questions lorsqu'ils voient des actionnaires qui reçoivent 100% de retour annuel sur leurs investissements sur huit ans. Pour savoir si cette situation est raisonnable ou même éthique dans le contexte d'une compagnie détenue par une majorité d'investisseurs motivés par un objectif social, on doit s'intéresser à la source de ces profits et à leur utilisation. Dans quelle mesure ces profits sortent-ils des poches des clients pauvres ? Ces profits sont-ils utilisés pour servir plus de pauvres ou sont-ils reversés aux investisseurs privés ?

Pour ce qui est des sources des profits, le prix étonnamment élevé des actions¹⁴ atteint lors de l'introduction en bourse a été déterminé par un ensemble complexe de facteurs. Les plus importants étaient certainement les suivants :

- *Pénurie de titres de placement mexicains concurrents.* Les gestionnaires de fonds communs de placements en actions des marchés émergents et autres marchés internationaux veulent maintenir une certaine proportion de titres mexicains à des fins de diversification. Au moment de l'introduction en bourse, il y avait peu de choix en matière d'offre de titres mexicains, ce qui a fait augmenter la valeur à laquelle les actionnaires de Compartamos pouvaient vendre leurs titres. Cette prime d'émission n'étant en rien liée aux coûts supportés par les emprunteurs de Compartamos, cette portion des profits ne semble pas être en conflit avec les objectifs de développement.
- *Agrément bancaire.* Au moment de l'introduction en bourse, Compartamos possédait son agrément bancaire mais n'avait pas encore commencé à l'utiliser pour mobiliser les dépôts. Les dépôts constituent une source de financement relativement bon marché. De sorte que, toutes choses égales

par ailleurs, les acheteurs s'attendent à ce que Compartamos devienne encore plus rentable une fois que la compagnie sera lancée dans cette activité : sans aucun investissement supplémentaire des actionnaires, l'affaire a un potentiel élevé de croissance alors que les coûts de financement diminuent. L'agrément bancaire est un actif incorporel qui n'a rien coûté aux emprunteurs de Compartamos. Même si les actionnaires vendant leurs titres peuvent avoir reçu des gains plus élevés à cause de l'agrément bancaire, ces gains ne semblent pas être en conflit avec les objectifs de développement.

- *Des profits actuels élevés liés à des taux d'intérêt élevés.* Lorsque l'on voit les retours sur investissement élevés des actionnaires initiaux de Compartamos, il nous semble probable que ceux-ci soient en grande partie attribuables aux résultats nets¹⁵ très élevés obtenus dans le passé. Ces revenus nets étaient élevés parce que Compartamos facturait à ses emprunteurs des taux d'intérêt considérablement supérieurs à ceux dont la compagnie avait besoin pour couvrir ses coûts, comme nous en discutons ci-dessous. Lors de l'introduction en bourse, les acheteurs ont payé un prix élevé pour les parts de Compartamos, générant ainsi d'énormes gains pour les actionnaires qui ont vendu, parce qu'ils espéraient que de tels profits continueraient ou augmenteraient. Ces bénéfices antérieurs provenaient directement des emprunteurs pauvres de Compartamos, cette situation faisait donc bien apparaître un conflit entre les intérêts de ces emprunteurs et ceux des investisseurs de Compartamos.

Il nous semble donc que l'on ne devrait pas automatiquement s'alarmer des retours sur investissement très élevés des actionnaires initiaux de Compartamos. Mais plus précisément, on devrait s'inquiéter de ce qu'une proportion importante de ces gains provienne des taux d'intérêt chargés aux emprunteurs, plus élevés que nécessaire.

A. Les taux d'intérêt de Compartamos sont-ils élevés ? Pourquoi ?

Nous mesurons les taux d'intérêt de Compartamos en terme de rendement – c'est-à-dire en divisant le produit des intérêts versés par les emprunteurs pendant un an par la taille moyenne du portefeuille sur l'année. Le rendement des intérêts pour 2005, selon les données du MicroBanking Bulletin utilisées avec autorisation, était de 86,3%. Lorsque la taxe sur la valeur ajoutée d'environ 15% est ajoutée, le taux payé par les clients s'élève à plus de 100%. Le

14 A la fin du mois de décembre 2006, ACCION s'attendait à ce que les acheteurs paient trois fois la valeur comptable des parts de Compartamos. Quatre mois plus tard, lors de l'introduction en bourse, les acheteurs des actions ont en fait payé douze fois la valeur comptable.

15 Les investisseurs achètent des parts en anticipant des profits futurs, en se basant en grande partie sur la performance passée, ajustée en fonction de changements futurs attendus. Toutes choses égales par ailleurs, si les profits de Compartamos avaient été plus faibles de deux tiers (ce qui représenterait toujours un solide retour sur investissement initial d'environ 20%), on aurait pu s'attendre à ce que les parts soient vendues à un prix deux tiers moins élevé.

rendement des intérêts des années précédentes était encore plus élevé.

Les taux d'intérêt sont considérablement plus élevés que ceux habituellement pratiqués par les IMF : la valeur médiane mondiale des IMF envoyant leurs données au MicroBanking Bulletin en 2005 était de 30,9%. Mais les prêts de Compartamos sont exceptionnellement petits comparés au revenu national brut par habitant, soit seulement 5,4% en 2005, comparé à une valeur médiane de 43,5% pour les IMF dans le monde. Il en résulte que ses coûts administratifs sont inévitablement bien plus élevés que la moyenne et ses taux d'intérêt doivent donc aussi être plus élevés¹⁶.

Parmi toutes les IMF représentées dans le MicroBanking Bulletin, seuls deux groupes de pairs peuvent être utilisés pour analyser le rendement des intérêts de Compartamos : le groupe du « segment inférieur du marché » et le groupe des « caisses villageoises ». Le rendement des intérêts de Compartamos est toujours très élevé comparé à ces groupes (particulièrement lorsque l'on se rappelle que les emprunteurs de Compartamos payent 15% en plus pour la taxe sur la valeur ajoutée qui ne se retrouvent pas dans le taux de rendement des intérêts présenté dans le bulletin). Mais, d'un autre côté, les prêts de Compartamos sont relativement plus petits.

Tableau 2. Rendement des intérêts et taille des prêts : Compartamos comparée à deux groupes de pairs du MBB (2005)

	Solde moyen des prêts en % du RNB par tête	Rendement des intérêts
Compartamos	5,4%	86,3%
IMF sur le segment inférieur du marché (médiane)	16,3%	35,4%
IMF caisses villageoises (médiane)	23,1%	47,2%

Source : MBB 14 Repères de tendance (médianes)

Il est aussi intéressant de comparer les taux d'intérêt de Compartamos à ceux des autres prêteurs mexicains qui desservent les marchés à faible revenu. Compartamos est en haut de classement mais certainement pas au sommet.

Comparer les différents taux de prêt pratiqués sur le marché mexicain apporte de nouvelles informations, mais la plupart des produits de prêt ne peuvent être comparés les uns aux autres. Par exemple, la plupart des services de cartes de crédit et de prêt à la consommation vont à des emprunteurs salariés, ce qui permet d'utiliser des techniques de scoring automatisées. On pourrait donc supposer que cette activité de prêt est moins chère que l'offre de microcrédit à des emprunteurs non salariés, pour lesquels chaque prêt doit être évalué individuellement par l'agent de crédit. Pour analyser la raison des taux d'intérêt de Compartamos et leur justification, il semble plus judicieux d'étudier l'utilisation des revenus générés par ces intérêts.

La plus grosse part des revenus sert à couvrir les coûts administratifs (*charges d'exploitation*). Le coefficient des charges d'exploitation de Compartamos à 36,4% peut révéler une faible productivité si on le compare à la valeur médiane de 15% de l'ensemble des IMF dans le monde en 2005. Mais cette mesure ne tient pas compte de l'impact de la taille des prêts de Compartamos, qui sont très petits dans le contexte du marché mexicain. Une meilleure mesure consiste à utiliser le coefficient des charges d'exploitation par emprunteur au cours d'une année. Une telle analyse ne révèle pas de faible productivité au sein de la gestion de l'activité des prêts et donc ne permet pas de conclure qu'un manque d'efficacité contribue aux taux d'intérêt élevés de Compartamos¹⁷.

Avec 13,6% du portefeuille, le coût des ressources de Compartamos influence de façon significative les taux d'intérêt. On peut s'attendre dans un futur proche à ce que ce coût diminue lorsque la banque commencera à financer ses opérations avec les dépôts mobilisés.

16 Les analystes comparent la taille des prêts au revenu national par habitant pour éclairer deux questions indépendantes : la pauvreté des clients et les coûts administratifs liés à l'octroi de prêt. Le fossé entre riches et pauvres au Mexique est très profond mais le revenu moyen est bien plus élevé que celui de la plupart des autres pays où opère la microfinance. Ainsi, l'approche qui consiste à comparer la taille des prêts au revenu par habitant tendrait à faire croire que les clients de Compartamos sont plus pauvres qu'ils ne le sont en réalité.

Cependant, dans cet article, nous utilisons cet indicateur pour mieux expliquer les coûts administratifs. Nous utilisons le revenu national brut par habitant pour comparer la taille des prêts et les coûts parce que c'est le seul critère indicatif disponible – même très approximatif – des coûts de la main d'œuvre entre différents pays. Embaucher un agent de crédit coûte beaucoup plus au Mexique qu'au Bangladesh, donc les coûts administratifs associés à l'octroi d'un prêt de 100\$ seront beaucoup plus élevés au Mexique qu'au Bangladesh. La comparaison des coûts et de la rentabilité des IMF entre les pays serait très déformée sans certains ajustements qui reflètent la différence de coût de la main d'œuvre et autres facteurs de production locaux.

17 Un autre indicateur significatif de productivité est le nombre d'emprunteurs par employé d'une IMF. En 2005, le coefficient emprunteurs/personnel de Compartamos était de 197, le taux le plus élevé parmi les IMF mexicaines envoyant leur rapport au MIX. Ce taux est aussi considérablement au-dessus des moyennes des groupes de pairs pertinents du MBB #14 : Toutes IMF – 127 ; IMF Amérique Latine/Caribbes – 120 ; IMF servant le bas du marché – 170 ; IMF caisses villageoises – 158).

Il est évident que la principale composante discrétionnaire des taux d'intérêt de Compartamos est la marge de bénéfice élevée, qui est de fait la question centrale dont il faut discuter.

Les figures ci-dessous présentent un certain nombre de comparaisons pertinentes. Pour commencer, Compartamos est extrêmement rentable par rapport aux autres banques mexicaines. Compartamos est également très rentable comparée aux groupes de pairs d'IMF correspondants. Enfin, les profits de Compartamos semblent élevés mais de manière moins extrême si on les compare aux IMF et aux organismes offrant des prêts à la consommation sur le marché mexicain.

Tableau 4. Charges d'exploitation par emprunteur, en % du revenu national brut par tête (2005)

Compartamos	1,8%
IMF mexicaines	
FINCA	1,8%
FINCOMUN	5,6%
Caja Popular	2,0%
Groupes de pairs du MBB	
Toutes IMF	~12%
IMF Amérique Latine/Caraïbes	~10%
IMF servant le segment inférieur du marché	~37%

Source : données MBB 14 et MIX Market

Avant de discuter des questions éthiques liées à ces profits et taux d'intérêt élevés, il est important de se rappeler de la relation entre les deux. On peut facilement oublier que la plus grande part des taux d'intérêt est déterminée par les coûts et non par les profits. Le graphique ci-dessous montre la diminution possible du rendement des intérêts de Compartamos si les profits diminuaient ; il montre que même dans le cas extrême d'un bénéfice nul, les taux d'intérêt devraient rester élevés au regard des normes internationales courantes en microfinance. Si Compartamos réduisait son rendement des capitaux propres moyens à 15%, un taux normal pour les banques mexicaines, le rendement de ses intérêts ne baisserait que d'un cinquième, de 86% à 68%.

B. Les profits élevés provenant des prêts octroyés sont-ils dans l'intérêt des emprunteurs actuels et futurs de Compartamos ?¹⁸

Même après la commercialisation de 2000, Compartamos s'est toujours présentée (et nous n'avons pas de doutes sur sa sincérité) comme une institution motivée, au-delà du simple résultat financier, par des objectifs sociaux ; en d'autres mots, une compagnie cherchant à maintenir un équilibre entre les profits de ses actionnaires et la mission sociale en faveur du bien-être de ses clients actuels et futurs.

En 1995, lorsque le Mexique a été frappé par une forte dévaluation et une inflation élevée, Compartamos, alors qu'elle était encore dans sa phase pilote, a fait face à cette crise en augmentant le taux d'intérêt effectif annuel à plus de 100%, afin de générer des rendements d'intérêt réels (ajustés pour prendre en compte l'inflation) suffisants pour couvrir les coûts de son activité de crédit. Lorsque l'inflation retrouva un niveau normal, les fondateurs et dirigeants se sont concertés pour savoir s'il fallait baisser les taux. Ils avaient le choix parce qu'il y avait peu de concurrence directe et qu'ils étaient en situation de quasi-monopole vis-à-vis de leurs clients.

Ils décidèrent de maintenir les taux élevés pour financer la croissance rapide du nombre de clients. Depuis le tout début du programme de microcrédit, les dirigeants de Compartamos sont restés centrés sur leur vision : offrir des prêts à un million de femmes pauvres du Mexique le plus rapidement possible. On peut raisonnablement supposer que sans les bénéfices élevés que l'organisation a mis en réserve, la croissance de Compartamos aurait été beaucoup plus lente entre 1995 et 2000. Les seules autres sources de financement auraient été des subventions ou des prêts des bailleurs. Il est peu probable que Compartamos ait pu accéder à des subventions suffisamment importantes pour financer une telle croissance. Pour financer le niveau des actifs de 2000 à l'aide de subventions, il aurait fallu que les bailleurs contribuent à hauteur de 7 millions de dollars au financement d'une organisation qui avait déjà reçu 6 millions de dollars de subventions de lancement et qui était déjà économiquement viable. Pour ce qui est de financer la croissance par des emprunts, Compartamos, en tant qu'ONG, n'aurait pas pu emprunter beaucoup de capitaux auprès des banques commerciales. De plus, entre 1995 et 2000, les prêts des organismes de financement en faveur du développement étaient beaucoup moins disponibles qu'ils ne le sont aujourd'hui.

¹⁸ Lorsque Compartamos commencera à utiliser son agrément pour mobiliser les dépôts, sa clientèle pauvre inclura des emprunteurs et des épargnants, ainsi que des utilisateurs de services de paiement et, peut-être, de services d'assurance. Dans cet article, nous nous intéressons particulièrement aux emprunteurs parce que ce sont eux qui sont directement affectés par le niveau, plus élevé que nécessaire, des taux d'intérêt, ce qui, selon nous, est le cœur du problème discuté dans cet article.

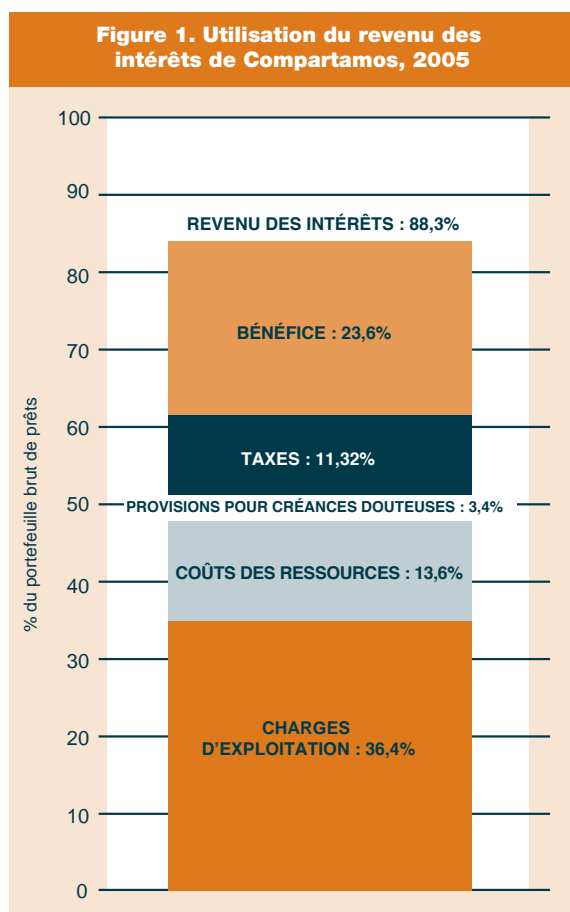
Tableau 3. Les taux d'intérêt du marché mexicain

Prêteur	Rendement des intérêts	Année	Source
Compartamos	86%**	2005	Base de données MBB, avec permission
IMF			
FINCA	89%*	2005	Base de données MIX
FINCOMUN	103%*	2005	"
Caja Popular	23%*	2005	"
ProMujer	67%*	2005	"
Finsol	81%**	2006	Commission mexicaine des banques et titres (www.cnbv.gob.mx)
Pronegocio	46%**	2006	
Prêts à la consommation			
Independencia	74%**	2006	Commission bancaire et titres mexicains (www.cnbv.gob.mx)
Familiar	79%**	2006	
Cartes de crédit			
HSBC	75%***	2006	CONDUSEF
Bancomer	59%***	2006	"
Citibank/Banamesx	47%***	2006	"
Inbursa	33%***	2006	"
ScotiaBank	27%***	2006	"
Crédits commerçants			
Supermarchés	30% / mois	2002 ?	Caskey, Ruiz Duran et Solo : « The Unbanked in Mexico and the United States » (Banque mondiale 2004), p. 41
Chaînes de magasins (biens de consommation durable)	15% / mois	2002 ?	
Achats par anticipation	30% / mois	2002 ?	
Autres prêteurs			
Prêteurs sur gage	27-200%		Communication de J. Armah, CHF
Caisses d'épargne et de crédit	11-27%		"
Autres prêteurs informels	~4-48% par mois		"

*Les rendements présentés dans la base de données du MIX sont légèrement surestimés parce qu'ils incluent les revenus des intérêts des investissements.

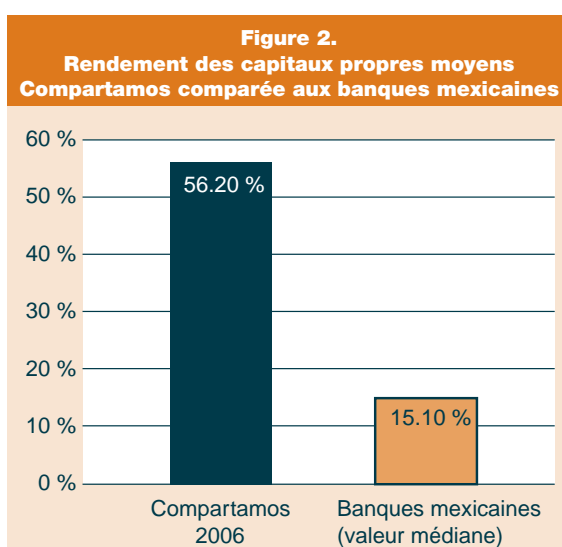
** Ces rendements n'incluent pas les taxes sur la valeur ajoutée, ils sous-estiment donc les coûts supportés par les emprunteurs d'environ 15%.

***Les taux des cartes de crédit incluent tous les frais.



Source : MicroBanking Bulletin, avec permission

Note : *Les revenus présentés ici incluent un faible montant d'intérêt sur les investissements ce qui explique la légère différence avec les 86,3% de rendement des intérêts sur le portefeuille de prêts présentés dans le reste de l'article.



Sources : Prospectus d'émission de Compartamos, 27 banques mexicaines dans la base de données de BankScope au 18 mai 2007, excluant Credomatic qui est un cas extrême à cause de son taux de rendement de -533%.

Tableau 5. Croissance du nombre de clients de Compartamos

	Emprunteurs	% de croissance
1996	26 716	
1997	32 254	21%
1998	43 401	35%
1999	48 835	13%
2000	64 141	31%
2001	92 773	45%
2002	144 991	56%
2003	215 267	48%
2004	309 637	44%
2005	453 131	46%
2005	616 528	36%
Moyenne 1996-2000		24% / an
Moyenne 2000-2006		46% / an

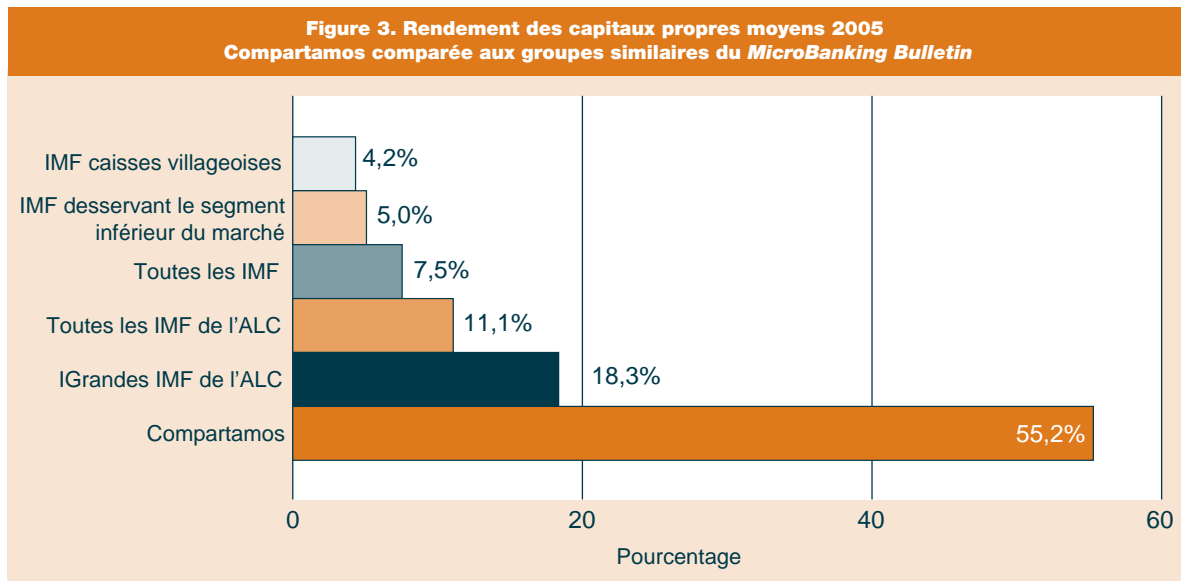
Source : MIX Market

Il nous semble que tant que Compartamos avait le statut d'ONG, cette stratégie de taux d'intérêt et de bénéfices (non distribués) élevés était défendable, même dans l'intérêt des clients de Compartamos et des autres pauvres du Mexique. En fait, Compartamos « surfacturait » les clients existants afin de pouvoir servir plus de clients futurs et tous les bénéfices accumulés par l'ONG restaient au service des pauvres – qu'ils soient clients de microfinance ou qu'ils bénéficient d'autres programmes non financiers – plutôt que d'enrichir les investisseurs privés¹⁹.

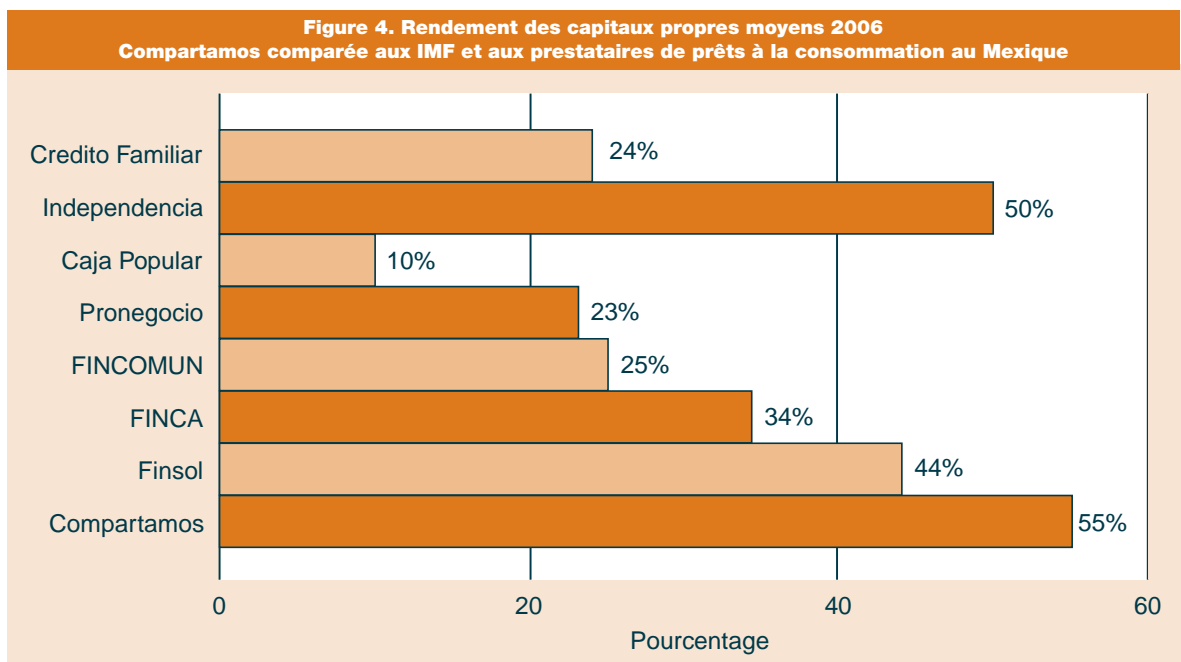
Lorsque Compartamos a commercialisé ses opérations en créant une société commerciale en 2000, sa croissance annuelle moyenne a presque doublé, ce qui profitait à sa clientèle cible. Mais à ce moment, l'arbitrage entre bénéfices publics et bénéfices privés a changé. Jusqu'en 2004, tous les bénéfices ont été utilisés pour financer la croissance de la clientèle et d'autres programmes sociaux potentiels. Depuis la commercialisation, les dividendes versés aux actionnaires ont été très modestes, soit environ un quart des bénéfices en 2006. Mais l'introduction en bourse démontre de manière spectaculaire que les actionnaires, notamment les actionnaires commerciaux privés, n'ont pas besoin des dividendes pour tirer des bénéfices de la compagnie. A partir du moment où il y a un marché pour les actions de la société, les actionnaires peuvent faire des profits en vendant leurs parts.

Dans ces circonstances, le niveau des charges pesant sur les emprunteurs est directement lié au niveau des bénéfices perçus par les investisseurs, y compris les investisseurs privés : il y a alors un conflit direct

19 On peut s'opposer à l'idée de prendre de l'argent des clients actuels pour aider d'autres clients futurs. Pourtant, toute IMF recevant des subventions de lancement fait de même lorsqu'elle choisit de facturer un taux d'intérêt qui va lui permettre d'être financièrement autonome sur le long terme : les clients existants ne bénéficient pas d'un taux subventionné parce que l'objectif est de créer une entité qui peut desservir un nombre bien plus grand de clients.

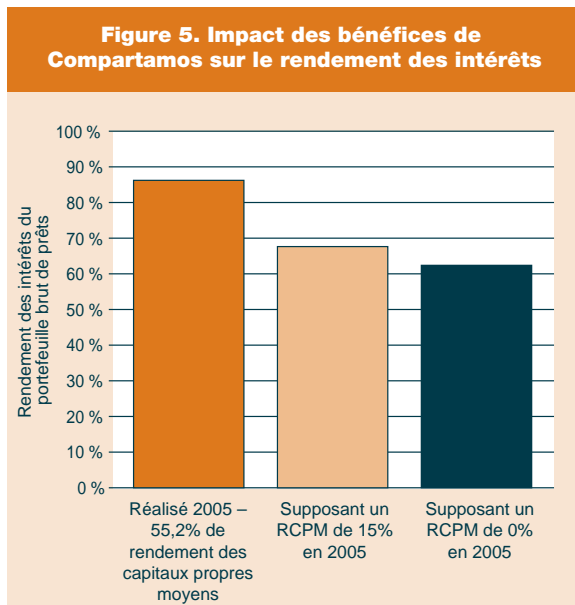


Source : Base de données du MIX et repères et tendances du *MicroBanking Bulletin* #14



Note : Les organismes offrant des prêts à la consommation (les deux organisations du dessus) prêtent principalement à des employés salariés. Les IMF (les six autres organisations) prêtent principalement aux non salariés.

Sources : Base de données du MIX, *MicroBanking Bulletin* #14, Commission mexicaine des banques et des titres (www.cnbv.gob.mx)



Source : Base de données du MBB, avec autorisation

évident entre les intérêts des clients et ceux des investisseurs.

On peut analyser la situation en étudiant les sources de financement des actifs de Compartamos à la fin 2006, juste avant l'introduction en bourse. Les sources de financement étaient divisées entre :

- Agences de développement et bailleurs privés (subventions et prêts quasi-commerciaux)
- Investisseurs sociaux privés (prêts quasi-commerciaux)
- Sources commerciales (prêts des banques commerciales et achats individuels de parts sociales)
- Microemprunteurs de Compartamos (bénéfices nets non distribués générés par le paiement des intérêts).

Cette analyse révèle que les clients ont financé une très grande partie des opérations actuelles de la compagnie²¹. Bien entendu, cette source de capital ne recevra aucun retour financier sur son « investissement ».

L'annonce d'ACCION au sujet de l'introduction en bourse sur son site Internet précise « qu'il est important de se rappeler que les revenus de la vente en bourse ne viennent ni de Compartamos, ni de ses clients à faible revenu, mais des marchés financiers

nationaux et internationaux »²². C'est vrai, mais elle oublie de mentionner le fait que les revenus (qui sont allés aux actionnaires et non pas à Compartamos) étaient très élevés précisément parce que les taux d'intérêt inhabituellement élevés perçus auprès des clients à faible revenu ont permis de générer des bénéfices inhabituellement élevés.

Compartamos aurait-elle pu réduire ses taux d'intérêt et ses profits ? Une façon de le faire aurait été de croître plus lentement. Il est vrai que la croissance rapide a amené un certain nombre d'avantages commerciaux : au minimum, elle a permis à l'organisation de construire sa part de marché, d'occuper les agences locales les mieux placées et d'attirer la clientèle avant que les concurrents puissent s'installer. Les clients pauvres potentiels ont aussi pu en retirer des bénéfices évidents car ils n'ont pas eu besoin d'attendre des années de plus avant d'avoir accès à un service convoité. *Il nous semble que la décision de Compartamos de croître rapidement est défendable dans une perspective de développement, c'est-à-dire dans une perspective de service aux clients actuels et futurs.*

Cela nous amène à la question critique suivante : comment aurait-il fallu financer la croissance ? Compartamos et ses actionnaires affirment qu'il était nécessaire d'inclure des profits particulièrement élevés dans l'équation : « les rendements perçus ont été transformés en bénéfices non distribués et ont permis à l'institution de quasiment doubler le nombre de clients servis au cours des trois dernières années, ce qui aurait été impossible d'une autre manière »²³.

Nous n'avons été informés par Compartamos ni des alternatives existantes ni des raisons ayant influencé les décisions de financement, mais cette affirmation est loin de nous sembler évidente. Depuis 2000, on assiste à une véritable marée de nouveaux investisseurs publics ou à motivation sociale, « institutions financières internationales » (IFI) ou « fonds d'investissement en microfinance », qui n'ont cessé d'investir de larges montants dans les IMF, sous forme de prêts ou de prises de participation²⁴. L'offre de tels fonds dépasse largement, jusqu'à présent, la demande des IMF de premier rang remplissant les critères de risque et de rendement établis par ces investisseurs. Il en résulte que beaucoup de ces IFI et de ces fonds en concurrence ont concentré une bonne partie de leurs investissements sur un nombre relativement limité

21 En se basant sur les mêmes hypothèses que celles indiquées dans la note de bas de page 12, y compris la mobilisation des dépôts et l'abaissement du rendement des capitaux propres moyens à 20%, d'ici 2010, la part des actifs de Compartamos financée par les emprunteurs sera bien moins élevée : bailleurs/agences de développement : 2% ; investisseurs sociaux privés : 1% ; sources commerciales (y compris les dépôts) : 80% ; microemprunteurs (bénéfices non distribués) : 17%.

22 http://accion.org/media_noteworthy.asp_Q_N_E_344

23 Ibidem, italique ajouté.

24 Voir Ivatury, Gautam, et Julie Abrams, "The Market for Foreign Investment in Microfinance: Opportunities and Challenges," Focus Note 30, Washington, D.C.: CGAP, août 2005 (http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_30.pdf) et Reille, Xavier, et Ousa Sananikone, "Microfinance Investment Vehicles," CGAP Brief, Washington, D.C.: CGAP, avril 2007 (http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/Brief_MFIV.pdf).

Encadré 1. Les prêts octroyés à un taux d'intérêt de 100% sont-ils trop chers pour contribuer à l'amélioration des conditions de vie de l'emprunteur ?

Compartamos, comme la plupart des IMF, n'a pas réalisé d'étude d'impact approfondie comparant les emprunteurs aux non emprunteurs pour répondre rigoureusement et scientifiquement à cette question. Mais de nombreuses raisons laisseraient à penser que les clients en retirent des bénéfices.

Pour commencer, les clients eux-mêmes pensent que ces prêts sont bons pour eux et leur foyer parce qu'ils ont recours, en grand nombre, à ce service, souvent sur les conseils de voisins satisfaits du service. Plus important encore, ils remboursent régulièrement leurs prêts alors qu'ils ont peu de motivations à le faire si ce n'est le désir de pouvoir continuer à accéder à un service qu'ils jugent utile. Bien sûr, la demande des emprunteurs ne prouve pas qu'ils retirent des bénéfices positifs de ce service : personne ne tiendrait un tel raisonnement dans le cas des cigarettes, par exemple. Tout le monde n'utilise pas forcément un crédit à bon escient. Mais lorsque les organismes de prêt mettent une part significative de leurs clients en difficulté, cela finit par se révéler à travers des taux d'arriérés et d'abandon de créances élevés. Cela n'a pas été plus le cas à Compartamos que dans n'importe quel programme de microfinance bien géré facturant des taux d'intérêt moins élevés.

Certains observateurs s'inquiètent du fait que les microentreprises des emprunteurs ne puissent pas générer un retour sur investissement suffisant pour pouvoir payer de tels taux d'intérêt. Pourtant, les minuscules microentreprises de commerce et d'artisanat consommant beaucoup de liquidités peuvent souvent générer des rendements très élevés sur le capital supplémentaire investi.^a On doit aussi noter que si Compartamos est similaire aux autres IMF ayant bénéficié d'enquêtes approfondies sur l'utilisation des prêts octroyés, alors plus de la moitié des emprunteurs utilisent leurs prêts dans un but non commercial, comme acheter une télévision, payer les frais de scolarité ou faire face à des dépenses médicales. Aussi élevé que soit le taux d'intérêt de Compartamos, il est généralement bien inférieur au taux de vente à crédit ainsi qu'à celui d'autres sources informelles de financement, qui sont les principales autres sources pour les clients.

^a Voir Udry et Anagol, "The Return to Capital in Ghana," Yale University: Mars 2006 (http://www.econ.yale.edu/growth_pdf/cdp932.pdf); Cull, McKenzie, et Woodruff, "Experimental Evidence on Returns to Capital and Access to Finance in Mexico." Banque mondiale: Février 2007 (http://siteresources.worldbank.org/INTFR/Resources/Experimental_Evidence_on>Returns_to_Capital_and_Access_to_Finance_in_Mexico.pdf)

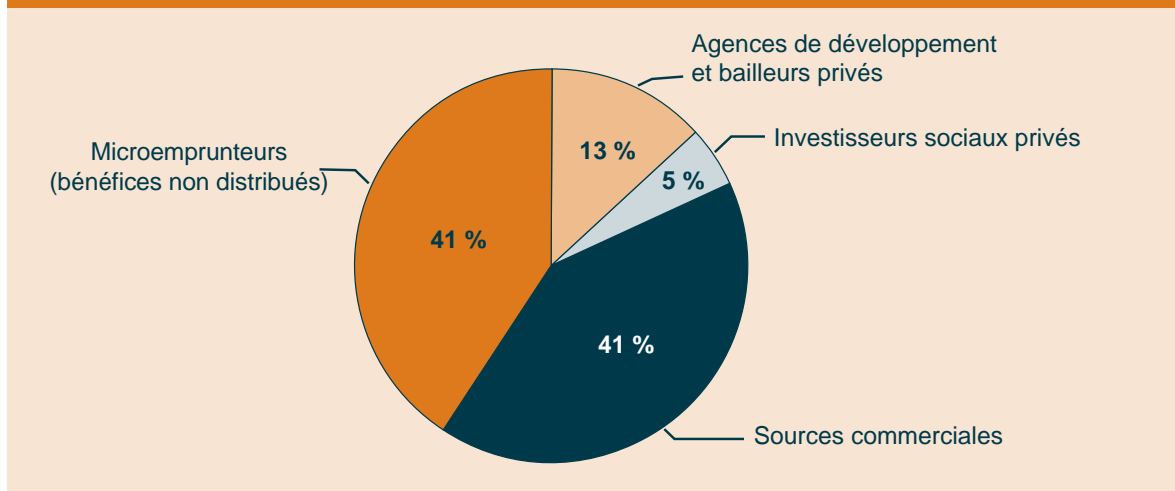
d'IMF de « première classe » telles que Compartamos. Il fait peu de doute à nos yeux que Compartamos ait décliné les marques d'intérêt d'un certain nombre de ces investisseurs depuis 2000 et que Compartamos aurait pu mobiliser bien plus de fonds de ce type si elle avait décidé de les rechercher.

Compartamos était, à raison, fière des très bonnes évaluations de sa société et de ses titres obtenues d'institutions de rating telles que Fitch et Standard & Poor. Augmenter son endettement par rapport à sa base de capitaux augmente le risque de toute compagnie. Si Compartamos avait contracté davantage d'emprunts pour financer sa croissance, sa cote aurait pu baisser et le coût de ses financements augmenter. D'un autre côté, le ratio dettes/fonds propres de la compagnie n'était pas très élevé (en 2006, il n'était que de 1,35), laissant suffisamment de marge à Compartamos pour souscrire quelques emprunts de plus sans nuire à son classement.

Dans tous les cas, Compartamos a dû faire le choix entre payer ses emprunts à un taux légèrement plus élevé ou abaisser les taux d'intérêt facturés à ses clients. Une entreprise avec une forte motivation sociale n'aurait-elle pas choisi la seconde option ?

Plus précisément, pourquoi Compartamos ne pouvait-elle pas accepter des participations en fonds propres de la part des IFI ou des fonds qui lui auraient permis d'accroître ses sources de financement (y compris en empruntant plus) sans affecter son ratio dettes/fonds propres ? Emettre de nouveaux titres à l'intention de fonds d'investissement n'aurait pas forcément été favorable aux investisseurs existants qui auraient vu leur part diluée. De plus, les fonds n'auraient certainement pas payé la plus value de 1150% réalisée lors de l'introduction en bourse. Mais la perspective d'un retour financier moins élevé a-t-elle été mise en balance avec le bénéfice qu'aurait représenté la baisse des taux d'intérêt pour les clients ?

Figure 6. Sources de financement des actifs de Compartamos au 31 décembre 2006



Source : Analyse du CGAP d'après les données du prospectus d'émission

Il ne s'agit pas pour nous de sous-entendre que la décision de ne pas accepter d'augmentation des fonds propres de la part d'investisseurs sociaux était uniquement, ni même principalement, dictée par le désir de maximiser les profits des actionnaires. Compartamos préférait des investisseurs purement commerciaux (tels que ceux qui ont acheté des actions lors de l'introduction en bourse) parce qu'elle voulait démontrer au secteur financier mexicain que la microfinance était un secteur bancaire réel et non pas la chasse gardée d'investisseurs aux motivations purement sociales. Selon l'IMF, l'ouverture à des investisseurs purement commerciaux était le meilleur moyen de parvenir à toucher un nombre massif de clients. De plus, intégrer de nouveaux investisseurs sociaux détenant un pourcentage élevé de parts aurait dilué le contrôle des opérations et diminué l'influence des actionnaires originaux, alors que les parts vendues lors de l'introduction en bourse sont allées à un grand nombre d'investisseurs plus petits, moins susceptibles de s'organiser pour s'opposer aux actionnaires originaux. Mais même ces considérations doivent être comparées aux conséquences pour les clients d'un financement de la croissance par des taux d'intérêt et bénéfices non distribués élevés.

Nous tenons à répéter que nous n'avons pas accès aux informations détaillées sur les circonstances

financières et les décisions qui ont été prises par Compartamos et ses actionnaires entre 2000 et 2006. Nous ne pouvons pas non plus savoir ce qui a motivé leurs choix. Mais sur la base des faits qui se présentent à nous, *il est difficile de ne pas se poser sérieusement la question suivante : la politique de taux d'intérêt et les décisions de financement de Compartamos ont-elles accordé suffisamment de poids aux intérêts des clients lorsque ceux-ci étaient en conflit avec les intérêts notamment financiers des actionnaires ?* Il est difficile de savoir si les décisions de Compartamos dans ce contexte diffèrent beaucoup de celles qu'on attendrait d'une société et d'investisseurs uniquement motivés par la maximisation des profits.

Il faut être réaliste vis-à-vis de la commercialisation de la microfinance. Si elle offre l'avantage d'élargir fortement l'accès aux financements et permet une augmentation exponentielle du nombre de personnes servies, on ne peut pas être trop choqué de ce qu'une société à but lucratif agisse de la même manière que n'importe quelle autre entreprise²⁵. Mais dans le cas de Compartamos, la majorité de contrôle, soit deux tiers des parts sociales, était détenue par trois actionnaires motivés par des objectifs de développement, et non par les profits générés. Au minimum, il est naturel de se demander pourquoi ceux-ci n'ont pas insisté pour que l'on accorde plus d'importance aux intérêts des

25 Certains ont suggéré que l'augmentation de la taille moyenne des prêts de Compartamos après la commercialisation (de 127\$ en 1999 à 440\$ en 2006) révélait une tendance à abandonner les emprunteurs pauvres. La taille des prêts est parfois déterminée par la politique de l'IMF plus que par le niveau de pauvreté des clients. Il y a quelques années, Compartamos a décidé que la limite imposée sur la taille des premiers prêts était bien plus basse que nécessaire d'un point de vue de gestion des risques. Lorsque l'organisation a commencé à offrir différentes options de prêts initiaux, presque tous ses clients ont choisi l'option qui offrait le montant de prêt le plus élevé, révélant que la taille des prêts précédents ne correspondait pas forcément aux besoins et à la demande des emprunteurs. Le fait que Compartamos ait compris qu'il était possible de répondre à la demande des clients pour des prêts plus importants a sans aucun doute contribué grandement à l'augmentation de la taille des prêts. D'un autre côté, Compartamos sait certainement qu'à un taux d'intérêt donné, des prêts plus élevés sont plus rentables que des petits prêts. Mais même si l'IMF encourage activement les clients qui veulent des prêts plus gros, cela ne veut pas forcément dire que les dossiers de ceux qui désirent emprunter moins sont refusés. Il est de plus en plus évident que l'emplacement d'une agence est un des plus grands déterminants du niveau de pauvreté des clients, nous hésiterions donc à conclure que Compartamos a fondamentalement changé sa mission, à moins qu'il soit démontré que l'emplacement de ses agences ait changé pour aller vers les quartiers plus favorisés. Il est souvent très difficile de savoir si une IMF s'est éloignée de sa mission initiale, car on ne peut généralement pas répondre à cette question en se basant uniquement sur les informations disponibles au public. CGAP, avril 2007 (http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/Brief_MFIV.pdf).

clients de Compartamos. A notre avis, cette question est plus préoccupante que toutes les autres questions relatives au développement de la compagnie entre sa commercialisation en 2000 et l'introduction en bourse en 2007.

Si l'introduction en bourse de Compartamos peut encourager les investisseurs à investir dans d'autres IMF, elle peut aussi avoir des résultats plus négatifs pour d'autres IMF d'Amérique Latine et d'ailleurs. Un certain nombre de pays connaissent une forte opposition aux taux d'intérêt élevés du microcrédit, notamment de la part des hommes politiques populistes, des médias et des activistes sociaux. Cette critique populiste ignore généralement le fait que les taux d'intérêt du microcrédit doivent être plus élevés, parfois bien plus élevés, que les taux normaux pratiqués par les banques, même lorsque les IMF sont efficaces et dégagent des bénéfices raisonnables. Mais l'exemple public de Compartamos, dont les taux d'intérêt et bénéfices qui ont contribué au résultat spectaculaire de l'introduction en bourse semblent particulièrement élevés même pour un observateur neutre, pourrait attiser la controverse. Dans l'environnement actuel, les IMF vont devoir faire plus attention aux conséquences politiques des taux d'intérêt qu'elles pratiquent.

C. La concurrence croissante va-t-elle limiter les taux d'intérêt et bénéfices de Compartamos ?

Heureusement, du point de vue des clients tout au moins, il semble que la concurrence soit enfin en train de s'installer. La théorie classique de la concurrence parle d'une étape de « décollage » lorsque de nouveaux prestataires de service pénètrent un marché en expansion rapide, suivant les traces des pionniers initiaux, alors que le marché est loin d'être saturé. Pendant cette phase, on s'attend à ce que la concurrence porte davantage sur la conception des produits ou la qualité de service que sur les prix. La concurrence sur les prix vient plus tard, lorsque le marché devient de plus en plus saturé et que la croissance ralentit²⁶.

Compartamos a toujours connu un certain niveau de concurrence parce que ses clients ont d'autres possibilités d'emprunt, y compris des sources informelles de financement, des crédits commerçants et parfois des cartes de crédit ou des crédits à la consommation. Mais c'est une concurrence indirecte car ces services ont des caractéristiques assez différentes des prêts offerts par Compartamos. Cependant, même cette forme de concurrence indirecte devient de plus en plus pressante car les banques et autres compagnies financières mexicaines se tournent de plus en plus vers le segment de marché de Compartamos ainsi que vers l'offre de services

financiers de détail parce que le marché des banques commerciales est de plus en plus compétitif.

De plus, les concurrents commerciaux ayant accès à de larges financements offrent de plus en plus de services qui sont en concurrence directe avec ceux de Compartamos, notamment des prêts en fonds de roulement aux microentrepreneurs non salariés. Pronegocio est une filiale de Banorte, une grande banque mexicaine, qui compte environ 67 000 clients et qui est en croissance rapide. Le concurrent actuel le plus sérieux de Compartamos est Finsol, détenu par un groupe d'anciens banquiers de Banorte. Avec 175 000 clients, Finsol opère dans les mêmes zones rurales que celles où vivent la plupart des clients de Compartamos, utilise une méthode de caisse villageoise similaire, prévoit de mobiliser des dépôts en concurrence directe avec Compartamos et cherche agressivement à récupérer les clients et le personnel des agences de Compartamos. Comme Compartamos, en 2006, Finsol avait un taux de rendement des intérêts élevé (81%) et un niveau de rentabilité important (ROE moyen = 44%).

Le marché mexicain du microcrédit est encore loin d'être saturé. Cela peut donc prendre encore longtemps avant que Compartamos ne soit obligé de baisser ses prix à un niveau de marge bénéficiaire normal sur ses opérations de prêt. Mais nous nous attendons à ce que chaque nouvelle année réduise la marge de Compartamos en terme de fixation des prix de ses produits, limite davantage ses profits et force Compartamos à rechercher une plus grande productivité.

3. L'introduction en bourse change-t-elle la gouvernance de Compartamos d'une manière qui rend plus difficile le maintien d'un équilibre entre les objectifs sociaux et les objectifs commerciaux (en particulier lorsqu'il faudra choisir de privilégier les intérêts financiers des actionnaires ou ceux des clients) ?

Plus les parts de Compartamos détenues par des investisseurs commerciaux seront importantes, plus il sera difficile de prendre des décisions qui ne vont pas dans le sens de l'optimisation des bénéfices. Après l'introduction en bourse, les actionnaires institutionnels à but non lucratif sont devenus minoritaires de quelques points, même si, collectivement, ils ont toujours suffisamment de parts pour garder le contrôle de certaines questions.

Le prix élevé payé par les nouveaux actionnaires lors de l'introduction en bourse démontre que ces investisseurs ont des attentes élevées quant à la rentabilité de l'institution. Le prix total de la vente initiale des parts était déjà 27,1 fois le montant des

²⁶ Voir Porteus, David, "Competition and Microcredit Interest Rates," Focus Note 33, Washington, D.C.: CGAP, Février 2006 (http://www.cgap.org/portal/binary/com.epicentric.contentmanagement.servlet.ContentDeliveryServlet/Documents/FocusNote_33.pdf).

bénéfices de la compagnie en 2006. La spéculation qui a suivi a encore augmenté de façon substantielle le coefficient de capitalisation des bénéfices (cours de bourse/bénéfice par action). En comparaison, la valeur moyenne de ce coefficient sur 12 mois pour les sociétés de taille moyenne figurant dans le *S&P Mid-Cap 400 Index* s'élevait à 19,9 au 31 mars 2007, et une donnée comparable pour le marché boursier mexicain s'élevait à 19,3 au 31 janvier 2007. Concrètement, cela signifie que les nouveaux acquéreurs ne pourront pas réaliser un retour sur investissement conséquent à moins que les profits futurs soient bien plus élevés que ceux de 2006. On peut espérer plus de rentabilité lorsque Compartamos va commencer à utiliser des dépôts à faible coût pour financer la croissance de son portefeuille de prêts. Mais, étant donné le prix qu'ont payé les nouveaux investisseurs pour leurs actions, on ne doit pas s'attendre à beaucoup d'indulgence envers toute politique de taux d'intérêt qui ne chercherait pas à maximiser les bénéfices.

Dans le même temps, il est important de reconnaître que les tensions existantes entre les objectifs sociaux et les objectifs commerciaux ne sont pas apparues au moment de l'introduction en bourse. Elles ont commencé au moment de la commercialisation en 2000. Là encore, l'introduction en bourse n'est pas le problème fondamental. Elle n'a fait que révéler publiquement un problème qui est apparu lorsque la compagnie financière a accepté des investisseurs privés à but lucratif.

Selon nous, la commercialisation de Compartamos et l'introduction en bourse viennent renforcer un message que d'autres personnes du secteur de la microfinance tentent de faire passer depuis maintenant un certain temps : *ceux d'entre nous qui sont impliqués dans la transformation commerciale des IMF doivent faire preuve de plus de clarté et de réalisme vis-à-vis des conséquences inévitables de ces transformations sur la gouvernance de ces organisations.*

Nous pensons qu'il est plus important de se concentrer sur le futur que de juger le passé. Dans cet esprit, il faut retenir la principale leçon que nous offre l'expérience de Compartamos : lorsque les activités de microfinance

passent d'une entité à but non lucratif à une entité à but lucratif, un ensemble complexe de problèmes apparaît, touchant particulièrement à la gouvernance, aux motivations et à l'éthique de l'organisation. Nous aimerions pouvoir dès à présent proposer des pistes concrètes de solution à ces problèmes et ne pas nous limiter à quelques paragraphes sur cette question si cruciale. Mais, dans ces circonstances, il va nous falloir plus de temps pour discuter avec les différents acteurs à l'intérieur et à l'extérieur de la communauté de la microfinance et arriver à un consensus sur les meilleures pratiques à promouvoir.

Au CGAP, nous nous demandons si nous n'avons pas notre part de responsabilité dans cette situation. Notre subvention en 1996 de 2 millions de dollars faite à l'ONG Compartamos n'incluait aucune clause restrictive sur les taux d'intérêt ou niveaux de bénéfices futurs. De telles clauses auraient certainement été inadéquates ou impraticables pour de nombreuses raisons, mais en réalité, nous n'avons jamais vraiment réfléchi à la possibilité que Compartamos applique de tels taux d'intérêt et génère de tels profits dix ans plus tard, après l'arrivée des investisseurs privés dans la compagnie. Nous pensions que les motivations des premiers dirigeants ou, au minimum, la concurrence, établiraient des limites raisonnables. Nous espérons toujours – et à vrai dire escomptons – que la concurrence réduira les taux et les profits au sein du secteur, comme nous en avons discuté précédemment. Mais cela prendra beaucoup de temps.

Plus généralement au CGAP, depuis notre création en 1995, nous avons défendu la nécessité de pratiquer des taux d'intérêt suffisamment élevés pour couvrir les coûts, mais sans avoir la même préoccupation vis-à-vis du préjudice subi par les clients payant des taux d'intérêt élevés liés à l'inefficacité des IMF ou à des profits exorbitants. Nous n'avons jamais établi de prévisions concrètes sur la rapidité avec laquelle la concurrence était susceptible de résoudre ces problèmes, mais nous avons certainement été trop optimistes à ce sujet. L'introduction en bourse de Compartamos nous donne à tous l'opportunité de porter un nouveau regard sur ces questions.

Faites connaître ce numéro à vos collègues ou demandez des exemplaires supplémentaires de ce numéro ou d'autres numéros de la série.

Le CGAP vous invite à lui faire part de vos observations sur cet article. Toutes ses publications sont disponibles sur son site

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

Tél. : (1) 202 -473 9594
Fax : 202-522-3744

Courrier électronique :
cgap@worldbank.org

L'auteur de cet article est Richard Rosenberg, consultant auprès du CGAP. L'auteur remercie les personnes suivantes pour leurs contributions : Andre Laude, Mark Flaming, Martin Holtmann, Kate McKee, Maria Otero, Elisabeth Rhyne, Adrian Gonzalez, Elizabeth Littlefield et Chuck Waterfield.

Les opinions exprimées dans cet article sont celles de l'équipe de direction du CGAP et ne sont pas nécessairement partagées par les personnes extérieures ayant apporté leurs commentaires.

© 2007, Groupe consultatif d'assistance aux pauvres

