CGAP

ÉTUDE SPÉCIALE

Valorisation des IMF : état des lieux

Rapport résumé

Ce rapport est le fruit d'une collaboration entre le CGAP et J.P. Morgan. L'impression et la distribution de cette Étude spéciale *sont entièrement à la charge du CGAP. Le CGAP n'est pas affilié à J.P. Morgan. Notre objectif est de fournir des références pour la valorisation des fonds propres en microfinance, qu'ils soient privés ou introduits en Bourse. Notre étude se fonde sur deux ensembles de données : un échantillon de 144 transactions de capital-investissement (le plus important de ce type collecté à ce jour) et un échantillon de dix institutions de microfinance (IMF) et sociétés de crédit à la consommation ciblant les faibles revenus introduites en Bourse*[1].

Les IMF seront certainement affectées par la crise financière qui se propage autour du monde, mais nous estimons que le secteur est fondamentalement solide. Les grandes institutions, notamment celles disposant de sources de financement variées, telles que de petits dépôts, sont les mieux placées pour gérer les effets de la récession économique et financière. Les valorisations évolueront peut-être mais, selon nous, les perspectives à long terme pour les investissements en titres de participation dans le secteur de la microfinance sont bonnes.

La valorisation des IMF a considérablement fluctué ces dernières années. Dans notre échantillon, les valorisations médianes historiques ont varié de 1,3 à 1,9 fois la valeur comptable historique, et de 7,2 à 7,9 fois le bénéfice historique sur une période de quatre ans, comme il ressort du tableau 1, page suivante. La fourchette considérable de ces indicateurs est peut-être due à l'absence de consensus au sein du secteur en ce qui concerne la valorisation des IMF.

Les institutions financières ciblant les faibles revenus (IFFR) cotées en Bourse ont surpassé les banques traditionnelles. Depuis sa création en 2003, notre indice du marché financier ciblant les faibles revenus a surpassé l'indice mondial MSCI World Financials[2] de 238 % (et de 8 % depuis la faillite de Lehman en septembre 2008). Les IFFR se situent aujourd'hui légèrement au-dessus des banques traditionnelles en termes de PBR (*price-to-book ratio* ; multiple des capitaux propres) : 1,9 fois la valeur comptable en 2008 pour les IFFR contre 1,5 fois pour les banques des pays émergents au 28 janvier 2009. En ce qui concerne le PER (*price-earnings ratio* ; multiple de capitalisation des bénéfices) 2009, les IFFR s'échangent avec une décote de 22 % par rapport aux banques traditionnelles, comme il ressort du tableau 2.

Les investisseurs ne doivent pas valoriser les IMF de la même manière que les banques traditionnelles. Nous avons identifié cinq caractéristiques qui différencient les IMF des banques traditionnelles et qui justifient une approche légèrement différente pour la valorisation : un double objectif visant à la fois des résultats financiers et des résultats sociaux, une excellente qualité de l'actif, des marges d'intérêt nettes élevées, des coûts d'exploitation importants, et des financements à long terme octroyés par des investisseurs orientés vers le développement.

Le multiple des capitaux propres (PBR) et le multiple de capitalisation des bénéfices (PER) sont les outils de valorisation les plus couramment utilisés, mais nous recommandons également la méthode du profit économique. Les méthodes de valorisation relative, c'est-à-dire le PBR et, dans une moindre mesure, le PER, restent les plus répandues en microfinance. Néanmoins, la méthode du profit économique, approche de valorisation absolue, conviendrait également pour les IMF dans la mesure où elle combine la valeur comptable actuelle et les revenus futurs.

1. Les IMF cotées en Bourse étant rares, nous avons considéré un groupe de dix établissements financiers ciblant les personnes à faibles revenus et noté que leurs modèles économiques étaient très divers.
2. L'indice mondial MSCI World Financials est un indice des marchés d'actions pondéré par le flottant. Il a été lancé avec une base de 100 au 31 décembre 1998.

N° 14
Février 2009

Nicholas P. O'Donohoe
Frederic Rozeira de Marizac
Elizabeth Littlefield
Xavier Reille
Christoph Kneiding
J.P. Morgan

Selon nous, les valorisations en microfinance devraient bénéficier d'un bêta inférieur à celui des banques. Elles méritent cependant une décote pour la liquidité limitée des fonds propres. En raison de la résilience supérieure de leur activité, les IMF ont des revenus généralement moins volatils que les banques traditionnelles. Pourtant, leur valorisation mérite une décote de liquidité pour tenir compte des faibles montants de transactions dans ce secteur. Malheureusement, il n'existe aucun outil pour quantifier cette décote.

Le montant de la transaction et la croissance nette des revenus sont les principaux facteurs de valorisation, comme en témoigne notre étude statistique. Voici huit autres facteurs que nous considérons également comme importants : (I) le type d'acheteur et son éventuelle motivation sociale ; (II) le pays où se trouve l'IMF ; (III) le statut juridique de l'IMF, notamment s'il s'agit d'une banque entièrement réglementée ; (IV) l'efficience opérationnelle ; (V) le levier financier ; (VI) la dépendance vis-à-vis des petits dépôts (intermédiation financière) ; (VII) la qualité de l'actif ; et (VIII) la rentabilité (mesurée par le ROA).

Introduction

Encore peu développés, les investissements en titres de participation en microfinance progressent rapidement. En décembre 2008, on dénombrait 24 fonds de placement privés spécialisés en microfinance gérant au total 1,5 milliard USD. Les investisseurs institutionnels manifestent également un intérêt pour cette nouvelle niche de

Tableau 1. Transactions privées : rebond des valorisations en 2008

Année	PER historique		PBR historique		Échantillon #
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
2005	9,1	7,9	1,6	1,7	28
2006	8,6	7,4	1,5	1,3	37
2007	9,9	7,2	2,5	1,3	37
Sept. 2008	10,2	7,9	2,2	1,9	38

Source : CGAP, J.P. Morgan. Les valorisations ont rebondi en 2008 principalement en raison des multiples élevés appliqués à un petit nombre de transactions.

Tableau 2. Transactions publiques : les institutions financières ciblant les faibles revenus présentent un PBR supérieur mais un PER inférieur à ceux des banques des marchés émergents

	PBR			PER		
	07A	08E	09E	07A	08E	09E
Indice du marché financier ciblant les faibles revenus	2,3	1,9	1,6	10,4	7,6	6,5
Banques des marchés émergents						
Amérique latine	2,0	1,9	1,9	8,8	8,6	8,6
Europe émergente	0,9	1,0	0,9	4,4	5,0	6,4
Afrique	1,4	1,2	1,3	6,8	7,2	6,9
Asie	n.d.	1,5	1,4	NA	8,5	8,7
Moyenne des banques des marchés émergents	1,4	1,5	1,3	6,3	8,1	8,4

Source : Bloomberg, estimations J.P. Morgan. Cours au 28 janvier 2009.

Remarques concernant l'indice du marché financier ciblant les faibles revenus : il s'agit d'un indice pondéré par la capitalisation boursière qui englobe six institutions financières offrant des services financiers aux segments de la population à faibles revenus, à savoir Bank Rakyat of Indonesia (BRI), Bank Danamon, Compartamos Banco, Financiera Independencia, IPF et African Bank. Nous avons utilisé les estimations de J.P. Morgan pour les actions couvertes par J.P. Morgan, et les consensus de Bloomberg pour IPF et Independencia. Nous avons réduit à un tiers le poids de BRI dans l'indice, car le portefeuille de microfinance de la banque ne représente qu'un tiers environ de son portefeuille total de prêts.

Remarque concernant les banques des marchés émergents : nous présentons des moyennes pondérées par la capitalisation boursière pour les banques couvertes par les analystes de J.P. Morgan, ce qui représente un échantillon de 148 banques sur tous les marchés émergents.

marché. Les grandes caisses de retraite, telles que TIAA CREF aux États-Unis et ABP en Europe, ont alloué des montants de plus de 100 millions USD dans le cadre de leur stratégie d'investissement socialement responsable (ISR). D'autres étudient le marché en attendant des conditions de marché plus claires. Des sociétés de capital-risque comme Sequoia et quelques grands fonds de placements privés comme Legatum[3] examinent les possibilités offertes en prenant des parts réduites dans des IMF qui ont le potentiel pour une introduction en Bourse à très court terme sur des marchés émergents clés comme l'Inde.

Si l'intérêt pour les investissements en titres de participation en microfinance augmente considérablement, le marché correspondant en est encore à ses balbutiements. Les émissions primaires sont toujours limitées par le nombre réduit d'IMF capables d'accueillir des actionnaires et par l'absence d'un marché secondaire organisé. Une grande majorité de transactions s'effectue sous la forme de placements privés. À ce jour, seuls deux établissements de microfinance pure sont entrés en Bourse (Compartamos au Mexique et Equity Bank au Kenya), et les conditions actuelles du marché ne sont pas propices à de nouvelles introductions.

La rareté des informations sur la valorisation des IMF constitue l'un des principaux obstacles empêchant d'établir les titres en microfinance comme une niche. Investisseurs et IMF recherchent des références fiables et accessibles pour accroître la valeur des participations. Les études sur la valorisation des titres en microfinance restent toutefois rares en raison de la difficulté d'accès à des données privées[4].

Ce document tente de proposer quelques références utiles pour les investisseurs, les responsables de microfinance et les analystes en vue d'aider à améliorer la transparence du marché. Au moment où nous rédigeons ces lignes, nous sommes confrontés à une crise financière sans précédent et à une contraction économique véritablement mondiale. La pénurie de liquidités, les perturbations des taux de change et la récession mondiale affecteront les IMF et les clients de différentes manières[5]. L'impact de la crise devrait se préciser courant 2009. À court terme, nous prévoyons une hausse du coût des ressources en raison d'un resserrement du crédit et d'un fléchissement des monnaies des marchés émergents par rapport au dollar. À moyen terme, nous tablons sur un ralentissement de la croissance et une diminution des capacités bénéficiaires.

À mesure que les financeurs commerciaux se retireront, les IMF devront aller chercher des ressources auprès des agences publiques et des institutions financières de développement (IFD) pour maintenir leurs liquidités. Elles devront également renforcer leurs capacités de gestion actif-passif et se montrer toujours plus vigilantes quant au respect des conditions d'octroi de crédit pour préserver la qualité exceptionnelle de leurs actifs. La crise risque d'entraîner quelques consolidations au sein du secteur et fera très certainement pression sur les valorisations. Nous n'anticipons pas de nouvelles entrées en Bourse à court terme. Pour ce qui est des valorisations, nous prévoyons une baisse des multiples de transactions privées d'une médiane de 1,9 fois la valeur comptable en 2008 à 1 fois la valeur comptable en 2009. Cependant, les fondamentaux sains du secteur de la microfinance et l'engagement des investisseurs publics et privés devraient faire remonter les cours. Les IMF disposant d'une solide base de financement et d'une bonne qualité d'actif devraient sortir renforcées de cette crise, et nous pouvons tabler sur un rebond des valorisations en 2010.

Notre ambition est de fournir une référence pour la valorisation. Dans ce document, nous souhaitons répondre à certaines questions clés que se posent les investisseurs en microfinance et les IMF. Quelles caractéristiques uniques au secteur de la microfinance peuvent justifier une approche de valorisation spécifique ? Quelles sont les méthodologies de valorisation utilisées ? Quels

3. Sequoia a investi 11,5 millions USD dans SKS, une grande IMF indienne, et Legatum a investi dans Share, autre leader du marché de la microfinance en Inde.
4. Barclay O'Brien, *Valuing Microfinance Institutions,* Savings and Development, *Quaterly Review* Issue 3-2006, Milan.
5. Voir CGAP Virtual Conference: "Microfinance and the Financial Crisis," 18–20 novembre 2008.

sont les principaux éléments de valorisation pour les placements privés en microfinance ? Quelle est la performance de la microfinance sur les marchés publics et privés, tant en termes absolus qu'en termes relatifs ? Quels sont les enjeux auxquels cette nouvelle niche devra faire face dans le contexte de la crise financière ?

Ce document comprend quatre parties. Dans la première partie, nous soulignons les éléments qui distinguent les IMF des banques traditionnelles. Nous décrivons ensuite les méthodes de valorisation les plus utilisées ainsi que leur application dans le contexte des IMF. Dans la troisième partie, nous examinons les données de notre échantillon de 144 transactions de capital-investissement et évoquons les principaux déterminants de la valorisation. Enfin, nous étudions les résultats des institutions financières ciblant les faibles revenus cotées en Bourse et analysons l'impact d'une introduction en Bourse sur leurs performances.

Ce rapport est le fruit d'une collaboration entre le CGAP et J.P. Morgan. Le CGAP a apporté sa connaissance approfondie du marché de la microfinance, J.P. Morgan ses compétences en matière de recherche actions (*equity research*) et de marchés émergents.

Tableau 3. Notre échantillon représente le plus important ensemble de données disponible à ce jour

	Transactions (nb)	Transactions (USD)
2005	28	107 969 182
2006	37	19 905 978
2007	37	61 440 959
2008	38	103 893 011
NP	4	3 307 321
Total	144	296 516 451

Source : CGAP. NP : non pertinent.

Méthodologie et échantillon utilisés pour l'étude

Notre analyse se fonde sur deux échantillons originaux : un ensemble de données sur les performances de 60 IMF ayant fait l'objet de transactions de capital-investissement (private equity) et un ensemble de données concernant 10 institutions financières ciblant les faibles revenus (IFFR) cotées en Bourse :

Les données concernant les transactions de capital-investissement ont été collectées par le CGAP lors d'une enquête strictement confidentielle réalisée en été 2008. Quatre institutions financières de développement (IFD), 13 véhicules d'investissement en microfinance (VIM) et 14 IMF ont fourni des informations sur leurs transactions de 2005 à septembre 2008. Certains de ces participants sont cités dans l'Annexe III. L'échantillon se compose de 144 transactions de capital-investissement concernant 60 IMF dans 36 pays. Il constitue l'ensemble de données le plus exhaustif jamais collecté dans ce domaine. Selon nos estimations, il représente près de 50 % des transactions primaires et 70 % des transactions secondaires sur la période 2005-2008. Le CGAP a suivi des procédures strictes pour veiller à la confidentialité des données communiquées. Ainsi, il a notamment signé des accords de confidentialité avec tous les participants et restreint les droits d'accès à la base de données : seuls quatre membres de son personnel étaient autorisés par le CEO à accéder aux données sous-jacentes. Le CGAP était responsable du contrôle qualité et des analyses préliminaires. Il n'a partagé avec J.P. Morgan que des références agrégées basées sur au moins cinq points de données. Celles-ci sont publiées sur le site web du CGAP à l'adresse : www.cgap.org. J.P. Morgan n'avait pas accès à la base de données sous-jacente.

L'échantillon d'IFFR cotées en Bourse a été constitué par des analystes de J.P. Morgan[6]. Ceux-ci ont identifié dix IFFR cotées largement axées sur la microfinance : deux IMF introduites en Bourse (Compartamos et Equity), quatre banques mettant l'accent sur le prêt aux PME et aux microentreprises, et quatre sociétés de crédit à la consommation. Nous reconnaissons que ces institutions présentent pour les investisseurs des profils de risque et de rendement différents de ceux des IMF traditionnelles. Elles n'ont pas nécessairement un objectif social explicite, et leur portefeuille de crédits est moins concentré sur les microentreprises et plus exposé aux chocs économiques. Néanmoins, ces institutions constituent des éléments de comparaison intéressants pour les IMF dans la mesure où elles opèrent sur le même marché.

6. CGAP, *Microfinance Investment Vehicles (VIM) Disclosure Guidelines for Reporting on Performance Indicators - Microfinance Consensus Guidelines*, 2007, http://www.cgap.org/gm/document1.9.3140/VIM%20Disclosure%20Guidelines%202007.pdf

Marché des participations en microfinance

En 2007, 397 banques et institutions financières non bancaires totalisant 5,2 milliards USD de fonds propres ont communiqué leurs données au MIX, base de données de référence pour les performances en microfinance. Sur tous les apports en capitaux d'investisseurs privés, 85 % se concentrent sur les 100 plus grandes IMF et environ 66 % sont effectués en Europe de l'Est et en Amérique latine. Les nouvelles émissions d'actions augmentent aussi rapidement et ont passé la barre du milliard USD en 2007[7].

Les IMF se sont constitué un historique de performance solide, et leurs résultats financiers sont documentés par le MIX depuis 1995. En 2007, le total moyen d'actifs des banques de microfinance a réalisé un bond remarquable de 40 %[8]. Le taux médian de rendement des fonds propres est excellent : 14,1 % en 2007. La qualité de l'actif demeure élevée, le portefeuille à risque médian à 30 jours (PAR30) n'étant que de 1,4 %. Les IMF ont cependant été touchées par la crise mondiale et les performances du secteur risquent de se détériorer en 2009.

Côté financement, des IFD comme la SFI, la KfW et la BERD ont été parmi les premiers investisseurs à entrer au capital des IMF. Évalué à 900 millions USD en 2007, leur portefeuille total de participations en microfinance se développe très rapidement. Le deuxième groupe d'investisseurs se compose de 24 fonds spécialisés orientés vers les participations au capital, de fonds de capital-risque ou de sociétés holdings de banques de microfinance. De taille relativement réduite, ces fonds de participation en capital se développent à un rythme très rapide. En décembre 2008, ils géraient des actifs totaux estimés à 1,5 milliard USD[9].

Depuis 2007, de grandes sociétés de capital-risque, comme Sequoia et Legatum[10], ont investi sur des marchés de microfinance porteurs tels que l'Inde. Selon nos estimations, le montant total investi par ces institutions est supérieur à 200 millions USD. Enfin, de grandes caisses de retraite axées sur l'ISR allouent des montants à des fonds de capital-risque spécialisés en microfinance.

1. Microfinance *versus* banque traditionnelle

Les IMF méritent-elles une prime par rapport aux banques traditionnelles ? Cette section étudie les principales différences et similitudes entre les banques classiques et les IMF du point de vue de l'analyse financière.

Quels sont les facteurs de différenciation des IMF ?

Les ratios financiers et autres éléments utilisés pour analyser les banques s'appliquent aussi aux IMF. Selon nous, les IMF constituent cependant un type unique d'institution financière du fait de leur modèle économique et de leurs clients. Dans ce chapitre, nous présentons cinq grandes caractéristiques qui distinguent les IMF des banques traditionnelles. Le tableau 4 en fournit un résumé.

A. Double objectif de résultat

La plupart des IMF visent à la fois la rentabilité financière et l'impact social. Bien sûr, l'importance accordée à ces deux aspects varie fortement d'une IMF à l'autre. Mais toutes reconnaissent unanimement les bénéfices de l'accès aux services financiers pour les clients et la nécessité de mettre en place des pratiques de prêt responsables.

Un double objectif de résultat aide les IMF à attirer des prêts concessionnels et des investissements de la part d'investisseurs publics et socialement responsables, ce qui est un facteur positif pour l'évaluation du risque[11]. Néanmoins, du point de vue des fonds propres, ce double objectif justifie une décote de la valorisation. Une entreprise poursuivant des objectifs sociaux peut en effet entreprendre des activités moins rentables pour accomplir ces derniers, comme s'implanter dans des zones reculées ou travailler avec des personnes

7. Según Adrián González ; analyse basée sur les données du MIX 2007.
8. Adrián González et al., MIX, d'après les données communiquées par les banques de microfinance au MIX en 2007.
9. D'après l'enquête 2008 du CGAP sur les VIM et les estimations du CGAP relatives aux projections de croissance en 2008.
10. Blackstone, *Carlyle eye microfinance firms, The Economic Times*, Inde, 12 octobre 2007.
11. L'association des investisseurs ISR européens a estimé à 4,9 milliards d'euros la taille du marché mondial des investissements socialement responsables en 2007 (Eurosif SRI study 2008).

ayant besoin d'une formation avant de pouvoir devenir clientes. Ces efforts peuvent se traduire par une structure de coûts plus élevée, mais peuvent aussi, dans certains cas, être récompensés par des gains supérieurs.

B. Marges d'intérêt nettes supérieures en raison de taux plus élevés

Sur les marchés émergents, la marge d'intérêt nette[12] des IMF est nettement supérieure à celle des banques commerciales. Cette différence est liée aux taux relativement élevés que les institutions de microfinance facturent à leurs clients et à la concurrence limitée dans le secteur. En 2006, le taux de prêt moyen en microfinance à l'échelle mondiale s'élevait à 24,8 %. Selon nous, le niveau des taux en microfinance repose sur trois grands motifs :

1. **Le motif financier : des coûts plus importants (notamment les coûts d'exploitation) justifient des taux plus élevés.** Le microcrédit entraîne des coûts relativement plus importants que le crédit traditionnel. Ainsi, les coûts de personnel et frais administratifs augmentent en raison de la situation géographique des clients, du faible montant des transactions et des interactions fréquentes avec le personnel de l'IMF.
2. **Le motif microéconomique : les microentreprises sont rentables.** Les microentreprises ont le potentiel pour générer des revenus importants, ce qui permet aux clients de payer des taux d'intérêt plus élevés aux IMF[13].

Tableau 4. Principales caractéristiques des IMF

Éléments spécifiques à la microfinance	Explication	Indicateurs clés
1 Double objectif de résultat	La plupart des IMF sont fières de poursuivre à la fois des objectifs financiers et sociaux. L'accent placé sur la mission sociale varie d'une institution à une autre.	Solde moyen de prêt par emprunteur en % du PNB par habitant Coût moyen par client
2 Marge d'intérêt nette élevée	Les IMF ont souvent une marge d'intérêt nette supérieure à celle de leurs homologues du secteur traditionnel en raison des taux plus élevés qu'elles appliquent.	Marge d'intérêt nette Intensité de la concurrence dans le pays ou la région
3 Excellente qualité de l'actif	Élément déterminant de la rentabilité, la qualité du portefeuille de prêts est évaluée à l'aide de ratios différents de ceux des banques traditionnelles en raison de la nature spécifique des prêts octroyés par les IMF.	Prêts en impayés depuis plus de 30 jours + prêts renégociés divisés par l'encours brut de crédits Taux d'abandon de créances
4 Ratio de charges d'exploitation élevé	La taille relativement réduite des prêts octroyés par les IMF et leur échéance plus courte font augmenter les frais de transaction.	Coût par emprunteur Charges d'exploitation par rapport aux actifs
5 Financement à plus long terme	Le levier financier des IMF matures n'est que légèrement inférieur à celui des banques traditionnelles. La principale différence réside dans la position de liquidité : les IMF bénéficient d'une asymétrie d'échéances actif/dettes favorable (l'échéance moyenne des dettes est plus longue que celle des actifs). En raison de leur mission sociale, les IMF peuvent attirer des financements à long terme de la part d'établissements publics et d'investisseurs socialement responsables.	Échéance des dettes et des actifs Financements publics/dettes totales Dettes/fonds propres

Source : CGAP, J.P. Morgan.

12. La marge d'intérêt nette médiane pour les IMF communiquant leurs données au MicroBanking Bulletin est de 22 %, tandis que la moyenne pour les banques des marchés émergents étudiées par les analystes de J.P. Morgan (Asie exclue) s'établit à environ 6 %.

13. Selon des études menées en Inde, au Kenya et aux Philippines, le taux de rendement annuel moyen du capital investi dans des microentreprises variait de 117 à 847 %. Helms et Reille, « Le plafonnement des taux d'intérêt en microfinance : qu'en est-il à présent ? », CGAP, 2004.

3. **Le motif macroéconomique : la concurrence est limitée.** Malgré le développement rapide de la microfinance sur la plupart des marchés, les institutions financières servant les personnes à faibles revenus restent relativement peu nombreuses, d'où une concurrence limitée sur les taux.

Par ailleurs, le secteur est dépourvu de normes clairement établies pour la publication du taux d'intérêt facturé aux clients. Ainsi, certaines IMF l'expriment sous la forme d'un taux constant calculé sur le montant initial du prêt. Des règles de publication communes bénéficieraient probablement aux clients comme aux investisseurs.

Les effets de la crise sur les marges d'intérêt nettes

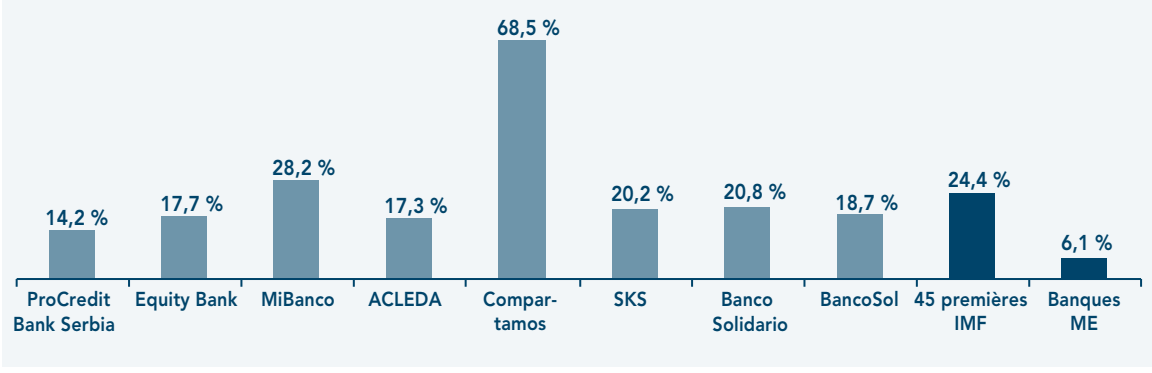
La crise financière exerce un impact significatif sur les marges d'intérêt nettes des IMF. Depuis septembre 2008, celles-ci ont signalé au CGAP des pressions accrues sur les liquidités et une augmentation des coûts de capitaux de 200 à 500 points de base (pb), ce en raison d'un resserrement des conditions de crédit sur le marché interbancaire local et par les prêteurs étrangers[14]. Pour préserver leurs marges, les IMF relèvent leurs taux, mais certaines éprouvent des difficultés à répercuter toute la hausse sur leurs clients. Ces mesures sont peu appréciées dans un contexte de récession économique et peuvent entrer en conflit avec la mission sociale de l'IMF.

Les IMF ne seront pas toutes touchées par la rareté du crédit. Celles qui enregistrent de nombreux dépôts à vue et dépôts d'épargne dépendent moins de l'emprunt bancaire. Par ailleurs, celles qui ont accès à des financements publics ou concessionnels de la part d'investisseurs du développement devraient mieux s'en sortir et maintenir des marges d'intérêt nettes confortables.

C. Excellente qualité de l'actif grâce à des méthodes de recouvrement spéciales

Traditionnellement, les IMF affichent une meilleure qualité de l'actif que les banques classiques des marchés émergents. Elles ont mis au point des méthodologies de crédit spécifiques. Celles-ci impliquent une bonne connaissance des clients par le biais de visites fréquentes dans leurs entreprises ; des garanties non traditionnelles, telles que des garanties solidaires ; et des systèmes d'information perfectionnés qui suivent les impayés à un rythme hebdomadaire voire quotidien. Les IMF profitent en outre d'une forte incitation à la performance : les clients qui remboursent leurs prêts peuvent se constituer un bon historique, obtenir des prêts plus importants et de meilleures conditions. Les agents

Figure 1. Marge d'intérêt nette supérieure pour les IMF (données 2007)



Source : données Mix Market 2007, si disponibles. La marge d'intérêt nette correspond au produit net des intérêts divisé par les actifs totaux moyens (défini sur le site web du MIX comme le ratio de produits financiers). Sous « 45 premières IMF », nous indiquons la moyenne non pondérée pour l'ensemble des IMF présentant des actifs totaux supérieurs à 150 millions USD (données MIX 2007). Les banques ME sont un échantillon de banques étudiées par les analystes de J.P. Morgan pour les marchés émergents (Asie exceptée).

14. Début 2008, la plupart des prêteurs étrangers avaient sous-évalué les risques souverains (voir Reille et Forster, *Focus Note 25*, CGAP).

de crédit des IMF, quant à eux, sont encouragés financièrement à assurer le remboursement : la partie variable de leur salaire dépend de la qualité du portefeuille. Ces dix dernières années, les IMF communiquant leurs informations au MicroBanking Bulletin ont affiché une excellente qualité de l'actif dans la mesure où leur portefeuille à risque moyen à 30 jours (PAR30) n'a jamais dépassé 4 %[15].

Le PAR30 représente la valeur de tous les crédits en cours (principal et intérêts) pour lesquels un remboursement est en impayé depuis plus de 30 jours. Il est important de rapprocher le PAR30 du taux d'abandon de créances pour s'assurer que l'IMF ne maintient pas un niveau faible de PAR30 en passant en pertes des prêts en retard.

Les effets de la crise sur la qualité de l'actif

En janvier 2009, les effets de la crise financière actuelle sur la qualité de l'actif ne transparaissent pas encore. Par le passé, notamment lors des crises financières en Asie de l'Est et en Amérique latine, le microcrédit a bien résisté aux chocs économiques. Cette résistance est due au fait que les clients de microfinance ont tendance à opérer dans le secteur informel et à être moins intégrés à l'économie mondiale. Souvent, ils fournissent en outre des produits essentiels, comme des aliments ou des services de base, pour lesquels la demande reste forte, même en période de crise. Néanmoins, la crise financière actuelle associée au triple effet du ralentissement économique, de la baisse des transferts de fonds et de la hausse du prix des denrées alimentaires sont des phénomènes inédits. Il pourrait tout à fait en résulter une détérioration de la qualité de l'actif pour les IMF.

À condition d'être bien gérées, les IMF poursuivant une politique de crédit conservatrice et se concentrant sur le crédit aux microentreprises devraient rester solides face à la crise. Celles dont les règles d'octroi de crédit sont peu strictes et qui pratiquent largement le crédit aux petites et moyennes entreprises (PME), le crédit immobilier et le crédit à la consommation seront probablement les plus affectées.

D. Coûts d'exploitation élevés en raison de transactions de faibles montants

L'octroi de microcrédits engendre des coûts élevés en raison des faibles montants prêtés, de la situation géographique des clients et des nombreuses interactions de ces derniers avec le personnel de l'IMF. L'efficience est une préoccupation majeure. En effet, pour chaque dollar prêté, les IMF doivent fournir nettement plus d'efforts en termes de personnel et de gestion que les banques classiques. Comme il apparaît dans la figure 3, elles affichent des coûts d'exploitation très supérieurs à ces dernières.

Néanmoins, la structure des coûts des IMF tend à s'améliorer au fil du temps du fait des économies d'échelle, des techniques de crédit plus performantes et de l'accroissement de la taille moyenne des prêts. La concurrence peut également faire pression sur les marges des IMF et induire une amélioration de l'efficience.

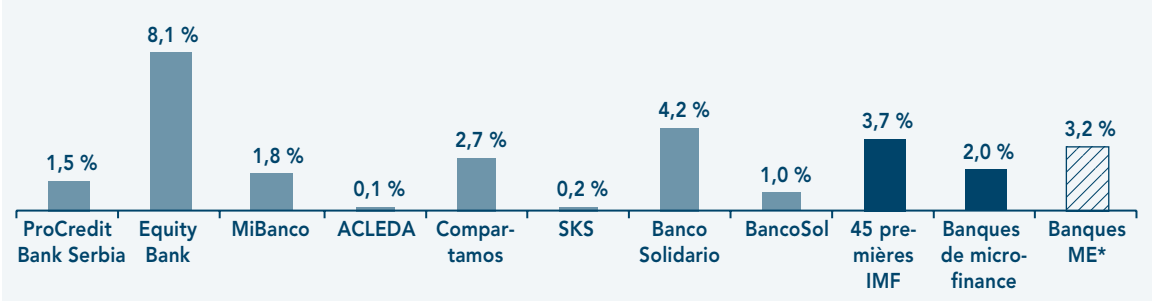
En termes d'indicateurs, les ratios de charges d'exploitation par rapport aux actifs totaux ou de charges d'exploitation par rapport à l'encours de crédits semblent les plus pertinents. D'autres mesures répandues sont le coût par emprunteur (charges d'exploitation/nombre moyen d'emprunteurs actifs), la productivité du personnel (nombre d'emprunteurs actifs/nombre de personnel) et la productivité des agents de crédit (nombre d'emprunteurs actifs/nombre d'agents de crédit).

Les effets de la crise sur les coûts d'exploitation

Au cours du premier semestre 2008, les IMF ont vu leurs coûts d'exploitation augmenter du fait de l'inflation et de la hausse du coût des intrants. Les frais de personnel et de transport ont été les plus affectés, avec un bond de plus de 30 % observé dans les pays d'Amérique latine. En 2009, l'inflation devrait revenir à des niveaux plus faibles, ce qui réduira la pression sur les augmentations de salaires et les frais de transport. Néanmoins, l'efficience opérationnelle, telle qu'elle est mesurée par

15. En raison de la courte échéance des prêts (souvent moins d'un an) et de la fréquence des remboursements (souvent hebdomadaire), nous considérons le PAR à 30 jours, par opposition au PAR à 60 ou 90 jours, plus couramment utilisé pour les banques traditionnelles.

Figure 2. PAR30, données de 2007 : excellente qualité de l'actif



Source : *Mix Market*. J.P. Morgan. Données de 2007.

Échantillon des dix plus grandes IMF axées sur le crédit aux microentrepreneurs. La BRI et la Grameen Bank, respectivement 1re et 3e IMF du monde selon le MIX, ne sont pas incluses dans notre échantillon du fait de l'absence d'informations concernant leur PAR. Sous « 45 premières IMF », nous indiquons la moyenne non pondérée pour l'ensemble des IMF présentant des actifs totaux supérieurs à 150 millions USD (données MIX 2007). Les banques ME sont un échantillon de banques étudiées par les analystes de J.P. Morgan pour les marchés émergents (Asie exceptée).

* Pour les banques ME, nous présentons le ratio des crédits improductifs par rapport au total des crédits, lequel reflète généralement le ratio de crédits en impayé depuis 90 jours. Le ratio pour les banques n'est donc pas directement comparable avec le PAR30, mais donne tout de même une idée de la qualité relative de l'actif.

le ratio charges d'exploitation/encours de crédits, peut décroître en raison d'une croissance lente, voire négative, du portefeuille de microfinance. La productivité du personnel des IMF risque également de diminuer si les agents de crédit consacrent davantage de temps au suivi et au recouvrement des prêts.

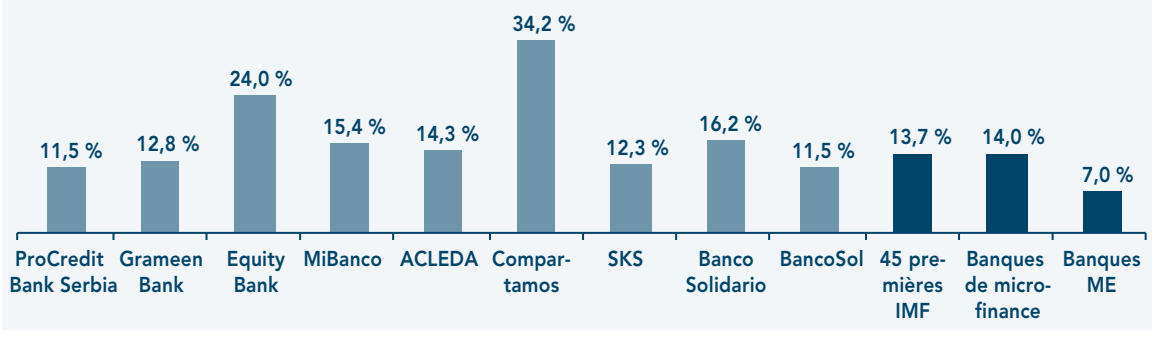
E. Financements à plus long terme

Sur certains marchés, la contraction du crédit frappe les IMF dans la mesure où les ressources sont plus difficiles à obtenir, plus coûteuses et associées à des échéances plus courtes. Par conséquent, dans notre analyse, nous avons accordé une attention particulière au passif du bilan des IMF : fonds propres, dépôts et autres dettes. La microfinance présente trois différences majeures par rapport aux banques traditionnelles.

Dans l'ensemble, les IMF ont un levier financier inférieur à celui des banques traditionnelles

Globalement, le levier financier des IMF (total des fonds propres/actifs) a tendance à être inférieur à celui des banques traditionnelles. Notre levier financier moyen non pondéré pour les 45 plus grandes IMF (disposant d'actifs supérieurs à

Figure 3. Le ratio charges d'exploitation/encours de crédits brut est plus élevé pour les IMF que pour les banques traditionnelles (données 2007)



Source : MIX, J.P. Morgan. Données de 2007. Pour ProCredit, le pourcentage représente les charges d'exploitation par rapport aux actifs totaux. Les moyennes pour les 45 premières IMF et pour les banques ME ne sont pas pondérées. Les banques ME sont un échantillon de banques étudiées par les analystes de J.P. Morgan pour les marchés émergents (Asie exceptée). Les données pour les banques de microfinance sont une moyenne non pondérée de toutes les banques de microfinance, selon le *MIX*.

150 millions USD) s'élève à 19 %, ce qui est nettement plus bas que les références de J.P. Morgan pour les marchés émergents[16].

Le levier financier augmente cependant au fil du temps. Ainsi, comme le montre la figure 5, les grandes IMF établies de longue date atteignent des niveaux de levier financier comparables à ceux des banques traditionnelles.

Les dépôts ne sont pas nécessairement une source de financement plus stable et moins coûteuse

Les ressources provenant des dépôts de détail (en particulier, des dépôts à vue, généralement non rémunérés) ne sont pas nécessairement moins coûteuses que celles d'autres sources de financement. En effet, le fait d'accepter et de gérer des dépôts de faibles montants coûte cher et exige une infrastructure physique plus onéreuse.

Comme pour les banques traditionnelles, certains types de dépôts effectués dans les IMF sont moins stables que d'autres. Les grands dépôts institutionnels et interbancaires peuvent changer de main rapidement, tandis que les dépôts de détail (dépôts à vue et d'épargne) ont tendance à être plus stables.

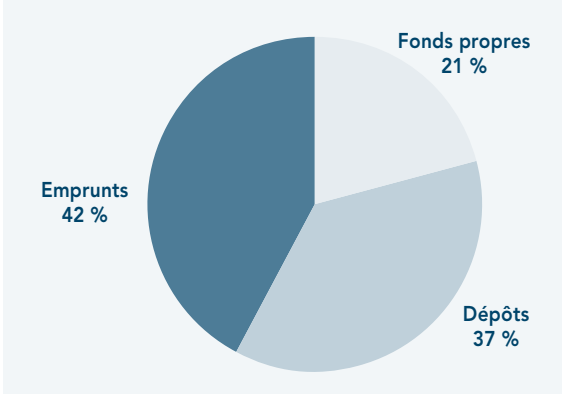
Emprunts : échéances plus longues

En raison de leur mission sociale, les IMF sont en mesure d'attirer des financements à plus long terme de la part d'organismes gouvernementaux, de fonds spécialisés en microfinance et d'institutions de développement[17]. Les IMF profitent ainsi d'une asymétrie d'échéances favorable entre les dettes (échéance plus longue) et les actifs (échéance généralement inférieure à un an).

Les effets de la crise sur la position de liquidité des IMF

Les grandes IMF ne devraient pas être confrontées à une contraction majeure des liquidités en 2009 en raison de leur asymétrie favorable d'échéances et de l'accès à des programmes de liquidité d'urgence mis

Figure 4. Sources de financement des banques de microfinance



Source : données du MicroBanking Bulletin pour toutes les banques (2007). Les dépôts comprennent les dépôts à vue, l'épargne, les dépôts à terme et les dépôts des banques.

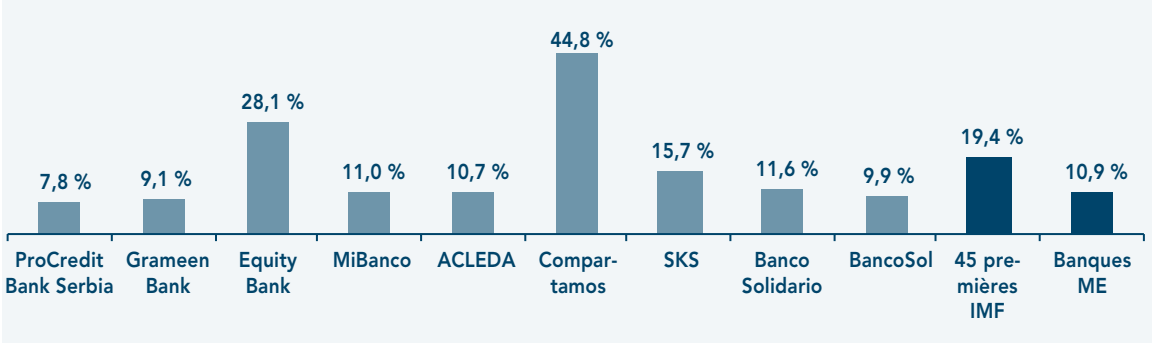
en place par des investisseurs publics et des organisations gouvernementales, tels que la SFI, la KfW et la BID. Cependant, la majorité de ces investissements étrangers sont libellés en monnaie forte. D'où une forte exposition des IMF au risque de change, le plus souvent sans mécanisme de couverture. Les IMF ayant contracté des dettes en monnaie forte ont d'ores et déjà subi d'importantes pertes de change depuis septembre 2008 à la suite de la dépréciation des monnaies des marchés émergents par rapport au dollar US. Les positions de change non couvertes seront probablement l'un des grands sujets de préoccupation pour les IMF en 2009.

Dans l'ensemble, nous estimons que les IMF ayant accès à des fonds publics, disposant d'une base d'épargne de détail importante et couvrant leur exposition au risque de change survivront mieux à la crise financière actuelle. Cinq grandes caractéristiques distinguent les IMF des banques traditionnelles. Reste à savoir si les IMF méritent une prime ou une décote par rapport aux banques. Il y a des arguments pour (marges d'intérêt nettes plus élevées, perspectives de croissance plus fortes, accès à des financements à long terme d'investisseurs axés sur le développement et meilleure résistance en période de ralentissement économique) et des arguments contre (mission sociale, petite taille, efficacité plus faible et risque de réputation lié au fait

16. Ces références représentent une large sélection de banques étudiée par les analystes de J.P. Morgan sur l'ensemble des marchés émergents (hormis l'Asie).

17. L'échéance moyenne des prêts octroyés par des fonds d'investissement en microfinance est de 36 mois, celles des prêts accordés par des IFD de 60 mois. Étude 2008 sur les VIM du CGAP.

Figure 5. Les grandes IMF ont un levier financier similaire à celui des banques traditionnelles. Cependant, en moyenne, le ratio des fonds propres par rapport aux actifs est inférieur pour les banques (données de 2007)



Source : Mix Market. Aucune information n'est disponible sur le levier financier de la BRI. Échantillon des dix plus grandes IMF axées sur le prêt aux microentrepreneurs. Données pour la BRI non disponibles. Nous présentons aussi la moyenne pour l'ensemble des IMF disposant d'actifs totaux supérieurs à 150 millions USD (selon le Mix, données de 2007). Pour cet échantillon élargi des 45 plus grandes IMF, nous entendons la microfinance au sens large. Les moyennes pour les 45 premières IMF et les banques ME ne sont pas pondérées. Les banques ME sont un échantillon de banques étudiées par les analystes de J.P. Morgan pour les marchés émergents (Asie exceptée).

de prêter aux pauvres). L'application d'une prime ou d'une décote doit donc être évaluée au cas par cas, selon les caractéristiques et l'environnement de marché de l'IMF.

2. Présentation des méthodes de valorisation

Cette section présente les méthodes les plus répandues pour la valorisation des fonds propres. Les trois techniques les plus utilisées font appel à deux types de multiples et aux flux de trésorerie actualisés. Les multiples peuvent être basés sur des valeurs historiques (multiple glissant, soit le rapport cours/bénéfice historique) ou sur des projections (multiple prévisionnel, soit le rapport cours/bénéfice prévisionnel) de transactions antérieures réalisées par les mêmes institutions ou de transactions comparables réalisées dans d'autres institutions.

Le tableau 5 résume les avantages et les inconvénients de quatre méthodes. En général, les investisseurs emploient aussi bien des méthodes de valorisation absolue que des méthodes de valorisation relative. Comme méthode de valorisation absolue, nous recommandons l'analyse du profit économique ; nous conseillons aussi aux investisseurs de recouper la valorisation avec les multiples de transactions et de sociétés comparables, représentatifs de l'approche relative.

Valorisation relative : multiple des capitaux propres

Le multiple des capitaux propres (*price-to-book ratio* ; PBR) est le coefficient qui mesure le rapport entre la valeur de marché et la valeur comptable par action de la société. Pour trouver la valeur comptable, nous déduisons le total des dettes du total de l'actif. Dans la mesure où nous n'évaluons que des actions ordinaires, nous soustrayons également la valeur des actions de préférence. La valeur comptable, qui est un poste du bilan, est cumulative par nature (contrairement au bénéfice par action, qui apparaît au compte de résultat). Elle représente l'investissement des actionnaires dans la société au fil du temps. Le principal déterminant du PBR est la rentabilité des capitaux propres (ROE) de l'institution.

Les sociétés financières détiennent généralement une large proportion d'actifs relativement liquides. Par conséquent, le PBR est une méthode de valorisation couramment utilisée et pertinente pour le secteur des services financiers. La valeur comptable reflète en principe la valeur de marché nette des actifs. Pour les sociétés non financières, le bilan exprime souvent les valeurs historiques des actifs. Dans le cas des institutions financières, la valeur comptable est également appelée « valeur de l'actif net ».

Ce ratio a un inconvénient majeur : la valeur comptable ignore certains actifs qui peuvent jouer un rôle essentiel pour la société, comme le capital humain. Dans la plupart des cas, les IMF ont des actifs incorporels (*goodwill*) négligeables ou nuls. Néanmoins, il est conseillé aux investisseurs d'ajuster les valeurs comptables en fonction des politiques d'abandon de créances (qui varient d'une IMF à l'autre) et des positions de change non couvertes, car ces deux éléments peuvent considérablement grever le capital.

Le multiple des capitaux propres est de loin la méthodologie la plus répandue en microfinance.

Tableau 5. Avantages et inconvénients des méthodes de valorisation les plus répandues

Méthode	Avantages	Inconvénients
Multiple : PBR, multiple des capitaux propres	• Simple et très couramment utilisé dans le secteur • La valeur comptable étant un nombre positif, le rapport valeur marchande/valeur comptable des capitaux propres est toujours significatif • L'examen des multiples est une autre manière d'étudier la question des primes/décotes	• La comparaison avec d'autres transactions est difficile en raison des différences en termes de contexte, de normes comptables, de traitement fiscal et de levier financier des institutions (pas de véritable élément de comparaison) • La valeur comptable n'indique pas la capacité bénéficiaire future de l'institution • La valeur comptable peut subir des détériorations • La comparaison des multiples est exposée au risque d'exubérance du marché (bulles)
Multiple : PER, multiple de capitalisation des bénéfices	• Simple et couramment utilisé dans le secteur • L'examen des multiples est une autre manière d'étudier la question des primes/décotes	• La comparaison avec d'autres transactions est difficile en raison des différences en termes de contexte, de normes comptables et de traitement fiscal (pas de véritable élément de comparaison) • Ne peut être utilisé si les bénéfices sont négatifs ; généralement utilisé dans le cas d'un flux de bénéfices stable et prévisible • Les bénéfices historiques n'indiquent pas la capacité bénéficiaire future de l'institution • La comparaison des multiples est exposée au risque d'exubérance du marché (bulles)
Actualisation des flux de trésorerie (DCF ; *Discounted Cash Flow Analysis*)	• Méthode de valorisation détaillée • Méthode fondamentalement valable, car les investisseurs sont normalement prêts à payer la valeur actuelle des flux de trésorerie futurs	• Non adaptée aux jeunes IMF pour lesquelles les projections peuvent être irréalistes • La valorisation est très sensible à la valeur terminale et au taux d'actualisation utilisés qui, par nature, sont sujets aux erreurs. • N'est pas la meilleure méthode dans le cas d'actionnaires minoritaires, car seuls les actionnaires majoritaires peuvent décider de l'utilisation des flux de trésorerie futurs
Profit économique	• Méthode de valorisation détaillée • Méthode fondamentalement valable, car elle ajoute la valeur présente du profit économique futur attendu à la valeur comptable actuelle • Méthode fondamentalement valable dans la mesure où elle inclut une charge pour le capital social • La valeur terminale représente une part plus faible de la valorisation totale, par rapport à la méthode d'actualisation des flux • Méthode adaptée pour les jeunes IMF qui n'enregistreront peut-être pas de profits à court terme	• Valorisation très sensible au taux d'actualisation • Méthode non adaptée si une modification significative de la structure du capital de l'IMF est prévue

Source : J.P. Morgan.

Valorisation relative : multiple de capitalisation des bénéfices

Le multiple de capitalisation des bénéfices (*price-earnings ratio* ; PER) correspond au rapport entre le cours de l'action et le bénéfice par action (BPA) de la société. Deux types de mesures du PER sont couramment utilisés : le PER glissant et le PER prévisionnel. Le premier compare le prix actuel du marché au BPA de la société sur les quatre derniers trimestres. C'est la mesure la plus souvent citée dans la presse. Le second compare le prix actuel du marché à une estimation du BPA futur. Le principal déterminant du PER est la croissance estimée du BPA de l'institution.

Ce multiple a pour avantage majeur que le bénéfice par action (BPA) constitue la préoccupation essentielle des analystes et des investisseurs. De ce fait, il est largement utilisé et reconnu.

Ses principaux inconvénients résident dans le fait que les bénéfices peuvent être volatils, voire négatifs, auxquels cas le PER perd toute signification. Cette remarque concerne surtout les jeunes IMF. Par ailleurs, les règles comptables peuvent différer d'une institution à une autre, ce qui complique les comparaisons dans le temps et entre sociétés. En particulier, les différences en termes de politiques de provisionnement pour créances douteuses et de traitement des crédits d'impôts peuvent influer considérablement sur le résultat net déclaré par la société. Comme pour la valeur comptable, il est recommandé aux analystes d'ajuster le résultat net en fonction des politiques comptables afin de connaître la véritable capacité bénéficiaire de la société.

Un point clé est à retenir concernant le PER : les bénéfices peuvent être dilués par la conversion des options, des warrants et des obligations convertibles en actions ordinaires.

Valorisation absolue : actualisation des flux de trésorerie

Une autre méthode de valorisation très répandue consiste à définir les flux de trésorerie futurs et à les actualiser. Son principal avantage est d'être plus détaillée que les approches basées sur les multiples. Elle exige une prévision des flux de trésorerie de la société sur un certain nombre d'années, appelé « horizon explicite » (le plus souvent, sur 5 à 10 ans). En revanche, justement du fait de son niveau de détail, il s'agit d'une méthodologie complexe qui nécessite de bien comprendre les hypothèses sous-jacentes aux projections.

La méthode d'actualisation des flux de trésorerie, ou méthode DCF (*discounted cash flow*), convient pour les jeunes IMF qui se développent rapidement. Dans notre étude des transactions privées, elle a été utilisée par moins de 10 % des enquêtés, tandis que tous les investisseurs ont déclaré avoir eu recours au PBR et la plupart aussi au PER.

Différents types de flux de revenus peuvent être actualisés, selon la définition des flux de trésorerie retenue. L'objectif de cette méthode est de déterminer la capacité bénéficiaire d'une société et, par conséquent, le montant de trésorerie qu'elle générera pour ses investisseurs. Pour le calcul, certains analystes choisiront les dividendes, tandis que d'autres opteront pour les flux de trésorerie disponibles (FCFF ; *free cash flows to the firm*), les flux de trésorerie disponibles revenant aux actionnaires (FCFE ; *free cash flows to equity investors*) ou le profit économique (voir plus loin). À la fin de l'horizon explicite, une valeur terminale est calculée en supposant un taux de croissance constant des bénéfices jusqu'à l'infini. Une fois définis, ces flux de trésorerie futurs sont ramenés à une valeur actuelle à l'aide d'un coefficient d'actualisation. Pour résumer, on peut dire que ces différentes méthodes de calcul déterminent la valeur actuelle d'un flux de trésorerie futur.

La difficulté des méthodes DCF réside dans le fait qu'elles dépendent de deux facteurs : (I) le taux de croissance terminal des flux et (II) le taux d'actualisation utilisé (le coût des capitaux propres). Un inconvénient majeur est qu'une part importante de la valeur finale des fonds propres est dérivée de la valeur terminale, et que cette dernière est très sensible aux fluctuations de ces

deux hypothèses. Ainsi, tout changement dans ces estimations entraîne des variations considérables du prix calculé.

Pour les IMF, les méthodes DCF les plus appropriées sont celles du modèle FCFE et du profit économique. Les modèles d'actualisation des dividendes sont plus adaptés à des institutions financières stables et matures ayant une politique de dividende bien établie.

FCFE

Les flux de trésorerie disponibles revenant aux actionnaires de la société (FCFE) correspondent à la somme des flux opérationnels (résultat net augmenté des éléments hors trésorerie, tels que les provisions), des flux d'investissement et des flux de financement. Étant donné qu'ils représentent la trésorerie disponible pour les actionnaires uniquement, ils sont actualisés au coût des capitaux propres.

Profit économique

Contrairement aux méthodes DCF pures, qui convertissent la valeur future des flux de trésorerie en une valeur présente, le modèle du profit économique est une approche hybride qui part de la valeur comptable actuelle et lui ajoute la valeur du profit économique futur attendu. Le profit économique correspond à la différence entre le résultat net et le coût d'opportunité supporté par les actionnaires lorsqu'ils investissent dans les capitaux propres de l'IMF (c'est-à-dire le coût des capitaux propres multiplié par leur valeur comptable). Le principal avantage de cette méthode par rapport à la méthode DCF classique est que la valeur terminale y représente une part moindre de la valorisation totale.

Ce modèle est particulièrement utile dans les situations où la société ne verse pas de dividendes ou les verse de manière irrégulière. Par ailleurs, pour les jeunes IMF en plein essor qui ne commenceront à générer des flux de trésorerie disponibles positifs que plus tard, il est plus simple d'utiliser la valeur comptable actuelle comme base de valorisation. En revanche, la méthode risque de ne pas correspondre aux sociétés dont la structure de capital va évoluer en profondeur, notamment dans le cas d'une IMF augmentant son levier financier ou prévoyant d'effectuer des acquisitions.

Remarques sur le coût des capitaux propres

On entend par coût des capitaux propres la rentabilité exigée par les pourvoyeurs de fonds en retour de leur investissement. La méthode la plus couramment utilisée pour calculer le coût des capitaux propres est le MEDAF (modèle d'évaluation des actifs financiers). Selon ce dernier, le coût des capitaux propres (k) est égal au taux de l'argent sans risque (rf) majoré d'une prime liée au fait de supporter le risque de l'actif. Cette prime correspond, elle, au bêta (β) de l'actif (volatilité de la valeur du titre par rapport à l'évolution globale du marché) multiplié par la prime de risque de marché (PRM), laquelle représente l'écart de rentabilité attendu entre le marché dans sa totalité et l'argent sans risque.

$$k = rf + \beta \times PRM$$

Le taux de l'argent sans risque est défini comme la rentabilité des emprunts d'État à long terme. En général, les investisseurs utilisent l'emprunt du Trésor américain à 10 ans comme référence du taux de l'argent sans risque, auquel ils ajoutent un risque pays. La PRM est l'écart de rentabilité attendu entre le marché (dans ce cas, le marché des actions) et l'actif sans risque à long terme. Conformément à la pratique habituelle, nous considérons une PRM de 5 % en moyenne. En effet, d'un point de vue historique, les analyses suggèrent que la prime de risque des actions est de l'ordre de 5 à 7 %[18].

Remarques sur le bêta et l'effet de diversification

La principale inconnue dans cette équation du MEDAF reste donc le β. Comme nous l'avons mentionné, le bêta représente la sensibilité du cours du titre aux fluctuations d'un marché d'actions spécifique. Un bêta de 0,9 indique que le cours de l'action de la société varie de 0,9 lorsque l'indice

18. Dimson, Marsh y Staunton, *Triumph of the Optimists,* Princeton University Press, 2002.

de référence varie de 1. Il en résulte que l'ajout d'une action ayant un bêta plus faible peut aider à limiter la volatilité globale d'un portefeuille.

Selon nous, à long terme, les IMF devraient afficher un bêta inférieur à celui des institutions financières traditionnelles et offrir, par conséquent, des avantages en termes de diversification aux gestionnaires de portefeuille. Pour étayer cette hypothèse du caractère contracyclique des IMF, nous avançons les trois raisons suivantes :

1. **Les IMF ont des techniques de gestion des risques qui leur sont propres.** Les caractéristiques suivantes de la microfinance peuvent être considérées comme des techniques efficaces de gestion des risques : décaisser des prêts de faibles montants, raccourcir les échéances, conserver une base de clientèle importante, maintenir une connaissance directe/approfondie des clients, avoir recours à des mesures d'incitation efficaces en conditionnant l'octroi d'un prêt renouvelé au remboursement total du précédent, imposer aux emprunteurs de déposer un pourcentage du prêt dans une banque et, parfois, se fier à l'avis du groupe de caution solidaire sur la solvabilité d'un emprunteur et à la pression sociale pour rembourser. D'après les données historiques sur les impayés, il semble que ces techniques compensent largement l'absence de garantie.
2. **Leur base de clientèle opère dans des secteurs plus sûrs.** En général, les clients de microfinance travaillent dans le secteur informel et sont moins intégrés à l'économie formelle. Ils distribuent des articles de faible valeur et des produits essentiels tels que des aliments ou des vêtements. Dans la mesure où ils satisfont les besoins de leur communauté proche, les microemprunteurs sont aussi moins dépendants des importations et des fluctuations monétaires.
3. **Les ressources des IMF ont généralement des échéances plus longues que leurs actifs.** Comme nous l'avons mentionné précédemment, nous estimons que les IMF profitent, en moyenne, d'une asymétrie d'échéances en leur faveur. La principale raison est qu'elles sont en mesure d'obtenir des lignes de crédit d'une durée plus longue de la part d'agences gouvernementales, d'IFD et d'investisseurs sociaux.

D'après ce qui a pu être observé, les IMF s'en sortent relativement mieux que d'autres institutions financières face à une récession économique, notamment pour ce qui est de la qualité de l'actif. La résistance de la microfinance aux chocs économiques est documentée dans de nombreuses études de cas par pays (dont l'Indonésie, la Bolivie et le Mexique[19]). En 2001, un ralentissement aux États-Unis a affecté le secteur bancaire traditionnel du Mexique, mais n'a eu qu'un impact limité sur les activités de Compartamos. En Indonésie, les banques de microfinance s'en sont nettement mieux sorties que les banques classiques durant la crise de 1999, notamment en termes de qualité de l'actif. Par ailleurs, deux études économétriques récentes n'ont pu établir aucune corrélation étroite et statistiquement significative entre la croissance du PIB et la performance financière des IMF, même si les données restent trop peu nombreuses pour tirer des conclusions valables[20].

Dans le même temps, nous admettons que les IMF sont plus exposées aux risques réglementaires. Tout changement dans la réglementation bancaire, tel que l'instauration de taux d'intérêt plafonnés, peut nuire à la rentabilité de la microfinance. Les IMF prêtant aux pauvres à des taux d'intérêt relativement élevés sont également soumises à une pression politique et à la surveillance des médias.

Dans l'ensemble, nous sommes toutefois d'avis que les IMF présentent généralement un risque opérationnel inférieur à celui des banques traditionnelles, ce qui justifie aussi un bêta plus faible.

Remarques sur la liquidité

La plupart des investisseurs en microfinance retrancheraient de la valorisation normale une décote de liquidité (ou d'illiquidité) de manière à refléter l'absence d'un marché liquide pour les

19. Glenn D. Westley, *Microfinance in the Caribbean: how to go further, Inter American Development Bank*, 2005, Technical paper.
20. Adrián González, *Resilience of microfinance institutions to national macroeconomic events: an econometric analysis of MFI asset quality*, MIX discussion paper N° 1, Washington, D.C., 2007; Nicholas Krauss et Walter I., *Can microfinance reduce portfolio volatility?* NYU Stern School of Business, Working paper, New York, 2008.

actions des IMF. D'après les entretiens que nous avons menés avec des acteurs du marché, nous estimons qu'une décote de liquidité raisonnable se situerait entre 10 et 30 % de la valeur normale de l'IMF. La valeur de cette décote dépendrait d'une série de facteurs, tels que la liquidité de la Bourse locale où l'IMF serait cotée, le pourcentage de flottant et la structure de l'actionnariat.

Des recherches théoriques ont tenté d'appliquer les principes de la tarification des options au problème de la liquidité en valorisant cette dernière à la manière d'une option de vente (*put option*) . Si nous la jugeons intéressante d'un point de vue conceptuel, cette approche n'a guère d'utilité pratique pour les investisseurs en raison des limites inhérentes aux hypothèses du modèle.

À nos yeux, les méthodes de valorisation relatives (transactions et sociétés comparables) permettent aux investisseurs de contourner le problème des décotes de liquidité (et d'autres types de décote) et devraient donc être utilisées en association avec les méthodes absolues décrites plus haut.

Les méthodes de valorisation sont complémentaires

Dans certains cas (principalement pour des IMF indiennes), nous sommes tombés sur des outils de valorisation plus originaux, comme des multiples du portefeuille de prêts ou du nombre de clients. Ceux-ci ne sont pas sans nous rappeler les multiples utilisés pour valoriser les entreprises internet (avant l'éclatement de la bulle). Le raisonnement sous-jacent est qu'une IMF doit être capable d'extraire de la valeur de son portefeuille de prêts et de chacun de ses clients. Ces multiples ne sont toutefois que d'un usage limité car, en l'absence de référence sur laquelle baser leurs conclusions, les investisseurs reviendront inévitablement à l'examen de la valeur comptable actuelle et de la capacité bénéficiaire future.

Les modèles de valorisation s'appuyant sur une approche absolue (DCF, profit économique) ou sur une approche comparative sont utiles. Si les hypothèses formulées sont cohérentes, ces différentes approches devraient aboutir à des valeurs similaires. Dans la pratique, il n'est pas toujours possible de prévoir chaque variable avec le même degré d'exactitude.

Dans le cas d'une jeune IMF se développant rapidement, le modèle du profit économique peut se revélér plus adapté dans la mesure où il peut être difficile de prévoir les flux de trésorerie futurs. Pour les IMF établies enregistrant un flux de revenus stable, le modèle DCF convient mieux. Comme pour la plupart des sociétés, l'examen des multiples de sociétés comparables ou de transactions comparables est une vérification croisée importante et nécessaire dans le processus de valorisation.

3. Valorisation des transactions privées – IMF

Dans cette section, nous analysons un échantillon de transactions de capital-investissement (*private equity*) dans des IMF. Notre échantillon couvre 144 transactions qui ont eu lieu entre janvier 2005 et septembre 2008 pour une valeur totale de près de 300 millions USD (voir le tableau 6). Comme nous l'avons expliqué précédemment, les données concernant ces transactions ont été collectées et traitées par le CGAP, puis communiquées à J.P. Morgan sous une forme agrégée. L'objectif était de préserver la confidentialité des données sous-jacentes et l'anonymat des participants. Des tableaux du CGAP contenant des données consolidées sur la valorisation des fonds propres sont disponibles sur son site web (www.cgap.org)[22].

Notre étude se concentre sur des multiples historiques (c'est-à-dire le PER et le PBR historiques, également appelés « multiples glissants »). Bien que des multiples prévisionnels soient également disponibles, nous considérons notre analyse plus fiable lorsqu'elle se base sur des données antérieures auditées plutôt que sur des estimations de gains futurs.

Nous avons soumis le jeu de données à une analyse statistique afin d'examiner l'incidence de

21. Dyl, Edward y George Jiang, "Valuing Illiquid Common Stock", *Financial Analysts Journal*, vol. 64, Number 4, pp. 40-47.

22. Le CGAP continuera de gérer et de mettre à jour sa base de données confidentielle sur la tarification des fonds propres et à offrir des références pour les transactions privées sur le marché.

16 variables sur la valorisation des IMF. Même si ce jeu de données est limité, notre analyse fournit des renseignements précieux sur les facteurs de valorisation et sur les références du marché en termes de transactions de capital-investissement.

Valorisation entre 1,3 et 1,9 fois la valeur comptable historique ; entre 7,2 et 7,9 fois le bénéfice historique

Ces quatre dernières années, les multiples médians ont varié de 1,3 à 1,9 fois pour le PBR, de 7,2 à 7,9 fois pour le PER. Comme il ressort du tableau 7, ces multiples ont chuté en 2006 et en 2007 avant de se rétablir en 2008. Le pic de 2008 peut résulter des sommes relativement importantes levées par les fonds de microfinance en 2007 ainsi que de la diminution des produits de dettes au profit des participations en capital. L'immense réserve de ressources à investir s'est appliquée à un nombre relativement réduit de transactions, ce qui a fait grimper les multiples de valorisation.

Si nous utilisons principalement des multiples médians (PBR et PER) pour compenser les effets des valeurs aberrantes, nous indiquons également des moyennes non pondérées (voir le tableau 7). Le tableau 8 présente les multiples historiques médians par région.

Les données ont été collectées durant l'été 2008 (c'est-à-dire avant la crise du crédit sur les marchés financiers). Nos multiples historiques sont basés sur la valeur comptable la plus récente ou sur le bénéfice des 12 derniers mois de l'IMF[23]. Nous reconnaissons que le bénéfice et la valeur comptable peuvent être modifiés selon le traitement des impôts et provisions par les IMF[24].

L'actuelle crise financière aura inévitablement des répercussions sur la microfinance. Les introductions en Bourse prévues pour 2008 ont été reportées. En outre, à l'exception de quelques transactions remarquables, les IMF ont de plus en plus de mal à attirer de nouveaux investissements en titres de participation (et en produits de dettes). La performance financière des IMF pourrait bien se détériorer en 2009 en raison des conditions économiques défavorables, notamment du coût accru des ressources. Certaines IMF pourraient être confrontées à des pertes et à une dépréciation de leurs fonds propres, parallèlement à une augmentation des prêts en retard et des pertes de change. La valorisation des fonds propres sera affectée dans la mesure où les valorisations des banques cotées des pays émergents ont perdu environ 50 % depuis la faillite de Lehman. Selon nous, les transactions se feront également plus rares et les marchés précipitamment conclus pour sauver des IMF en perdition risqueront de faire baisser le multiple moyen. Néanmoins, nous prévoyons que les IMF bien gérées résisteront de manière impressionnante à la crise.

Dans les 12 prochains mois, la valorisation des transactions privées devrait retomber à une médiane de 1,0 fois la valeur comptable. Elle suit en cela la baisse d'environ 50 % de la valorisation des banques traditionnelles depuis septembre 2008. Toutefois, les fondamentaux de la microfinance demeureront solides. Nous tablons sur une remontée des valorisations en 2010-2011 à mesure que les conditions économiques s'amélioreront et que les marchés du crédit redémarreront.

Tableau 6. Nombre et montant des transactions, par année

	2005	2006	2007	2008	NP	Total
Transactions (nb)	28	37	37	38	4	144
Transactions (USD)	107 969 182	19 905 978	61 440 959	103 893 011	3 307 321	296 516 451

Source : CGAP.

23. Pour nos calculs du PBR, nous avons généralement utilisé la valeur comptable de la fin de l'exercice précédant la transaction.

24. Voir le MicroBanking Bulletin, qui tente de normaliser les résultats en tenant compte des différentes réglementations comptables.

Tableau 7. Rebond des valorisations en 2008

Année	PER historique		PBR historique		Échantillon Nb
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	
2005	9,1	7,9	1,6	1,7	28
2006	8,6	7,4	1,5	1,3	37
2007	9,9	7,2	2,5	1,3	37
Janv.–sept. 2008	10,2	7,9	2,2	19	38

Source : CGAP. Les valorisations ont rebondi en 2008, principalement en raison de multiples élevés appliqués à un petit nombre de transactions.

Tableau 8. Présentation par région : en 2008, l'Europe de l'Est et l'Asie présentaient le PBR historique le plus élevé

	PER historique médian				PBR historique médian			
	2005	2006	2007	2008	2005	2006	2007	2008
Afrique	5,6	6,2	17,1	11,8	0,9	1,2	1,6	1,7
Asie	ND	ND	ND	6,0	1,7	2,0	7,0	2,4
EEAC	9,3	8,6	13,8	9,3	1,8	1,3	1,0	2,0
ALC	NA	6,7	5,6	7,8	1,4	1,2	1,1	1,2

Source: CGAP. ND = moins de cinq transactions.

Habituellement, les principaux facteurs de valorisation sont la rentabilité et la croissance des revenus

Habituellement, les facteurs de valorisation les plus courants sont la rentabilité et la croissance des revenus. Nous avons testé cette hypothèse sur notre ensemble de données. Pour ce faire, nous avons étudié la variation de la rentabilité des capitaux propres (*return on equity*, ROE) en fonction du PBR et celle de la croissance nette des revenus en fonction du PER en nous basant sur des moyennes par pays et par région[25].

Il n'y a aucun lien entre rentabilité et valorisation

Dans le cas du PBR, une rentabilité supérieure des fonds propres devrait aller de pair avec un multiple plus élevé. Mais à notre grande surprise, cela n'était pas le cas pour les transactions de microfinance. Comme le montre le tableau 9, il n'y a aucun lien entre la rentabilité actuelle d'une IMF et sa valeur[26]. Les grandes disparités entre les moyennes par pays et par région sont l'expression de l'immaturité du marché du capital-investissement en microfinance et de l'absence de consensus concernant la valorisation des IMF.

L'Inde se démarque nettement, avec un PBR moyen de 6,7. Ce phénomène s'explique (I) par le vaste marché de la microfinance dans ce pays et son immense potentiel de croissance, (II) par la forte demande d'investissements dans des institutions indiennes émanant de grands fonds de *private equity*, et (III) par l'absence de références sur le marché.

L'Afrique, quant à elle, affiche un PBR relativement élevé (1,5 fois) en dépit d'une rentabilité médiane des fonds propres négative. Ce résultat surprenant est peut-être dû au petit nombre d'IMF affichant un rendement solide en Afrique et à l'augmentation fulgurante des apports en capitaux (+100 % en 2007) de la part d'IFD et d'investisseurs sociaux souhaitant prendre des participations dans la microfinance africaine.

25. Nous présentons uniquement des données par pays lorsque notre échantillon comprend un nombre de transactions supérieur ou égal à 5 (pour plus de détails, voir la méthodologie de l'étude au début de ce document).

26. Une analyse des données détaillées confirme cette observation.

Corrélation positive entre croissance des revenus et valorisation

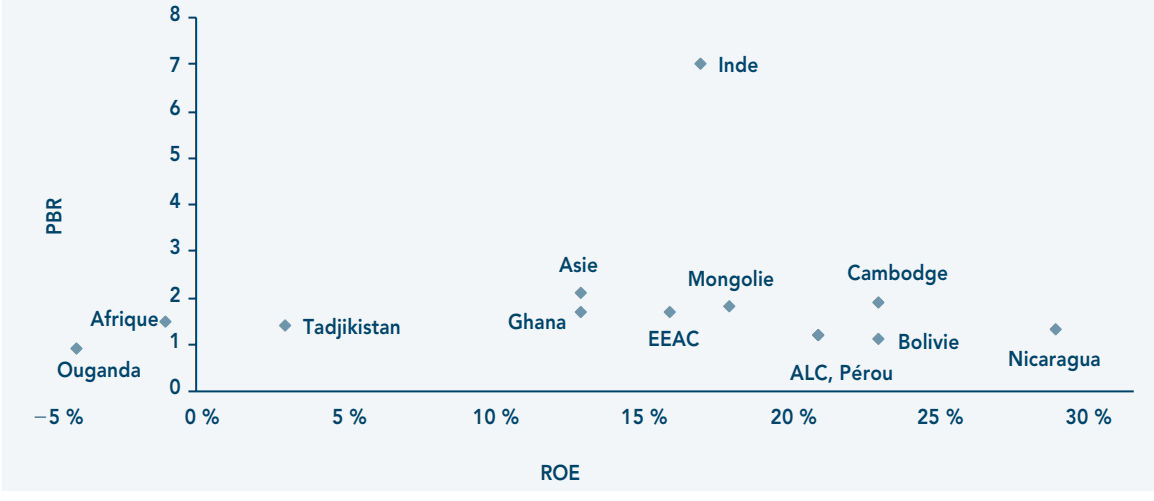
En ce qui concerne le PER, une croissance supérieure des revenus se traduit normalement par un multiple plus élevé. Cette relation est mise en évidence dans la figure 7 et le tableau 10, l'Asie faisant clairement office d'exception[27]. Selon nous, les investisseurs appliquent une prime aux IMF affichant de fortes perspectives de croissance des revenus. Aucun PER n'était disponible pour les transactions indiennes, ce qui explique le chiffre relativement faible de l'Asie dans son ensemble (alors que son PBR était haut). Notez que cette analyse ne prend pas en compte la variation du nombre d'actions et l'effet de dilution des parts.

Tableau 9. PBR historiques et rentabilité médiane des fonds propres

	Moyenne		Médiane	
	PBR	ROE (%)	PBR	ROE (%)
Afrique	1,9	– 3	1,5	–1
Asie	3,3	– 3	2,1	13
EEAC	1,7	15	1,7	16
ALC	1,5	23	1,2	21
Ghana	2,3	8	1,7	13
Ouganda	1,5	6	0,9	– 4
Inde	6,7	9	7,0	17
Cambodge	2,1	23	1,9	23
Mongolie	1,8	19	1,8	18
Tadjikistan	1,4	– 3	1,4	3
Bolivie	1	22	1,1	23
Nicaragua	1,7	26	1,3	29
Pérou	1,3	21	1,2	21

Source : CGAP.

Figure 6. Diagramme de dispersion : aucune corrélation entre PBR et rentabilité actuelle (ROE)



Source : CGAP. Diagramme réalisé à partir de chiffres médians. Les chiffres sont des médianes. ALC : Amérique latine et Caraïbes ; EEAC : Europe de l'Est et Asie centrale.

27. Cette constatation est confirmée par l'analyse basée sur des données détaillées (voir l'étude des corrélations plus loin).

Le montant de la transaction et la croissance nette des revenus sont les principaux facteurs de valorisation

Nous avons sélectionné 16 variables, y compris la répartition géographique, les particularités de la transaction et les caractéristiques de l'IMF. À partir de là, nous avons réalisé une analyse statistique pour identifier les facteurs de valorisation des transactions privées en microfinance.

Dans un premier temps, nous avons étudié la corrélation entre chaque variable et la valorisation de l'institution calculée par le PER ou le PBR (voir le tableau 11). L'indicateur que nous utilisons mesure le niveau de corrélation linéaire entre deux variables. Il est interprété de la manière suivante :

- Seules les corrélations significatives sont considérées (valeurs marquées avec un ou plusieurs astérisques).
- Le signe de la mesure de corrélation indique le sens de la corrélation. Un signe + désigne une corrélation positive, un signe – une corrélation négative.
- Plus l'indicateur tend vers zéro, plus la corrélation est faible ; plus l'indicateur tend vers 1, plus la corrélation est forte.

Dans l'ensemble, les corrélations des variables étudiées sont plus significatives avec le PER qu'avec le PBR. Trois variables présentent des corrélations fortes avec les deux multiples :

- **Levier financier.** Pour ce qui est du levier financier (rapport endettement/capitaux propres), les résultats ne sont pas concluants. Il est négativement corrélé avec le PER, mais positivement avec le PBR.
- **Croissance nette des revenus.** Cet indicateur a clairement un effet positif modéré sur la valorisation, qu'elle soit calculée par le PER ou par le PBR.
- **Montant de la transaction.** Il présente une corrélation faible mais significative avec la valorisation : plus le montant est important, plus la valorisation est forte.

Dans un deuxième temps, nous avons effectué une régression en testant l'incidence d'un sous-ensemble de variables[28] sur la valorisation

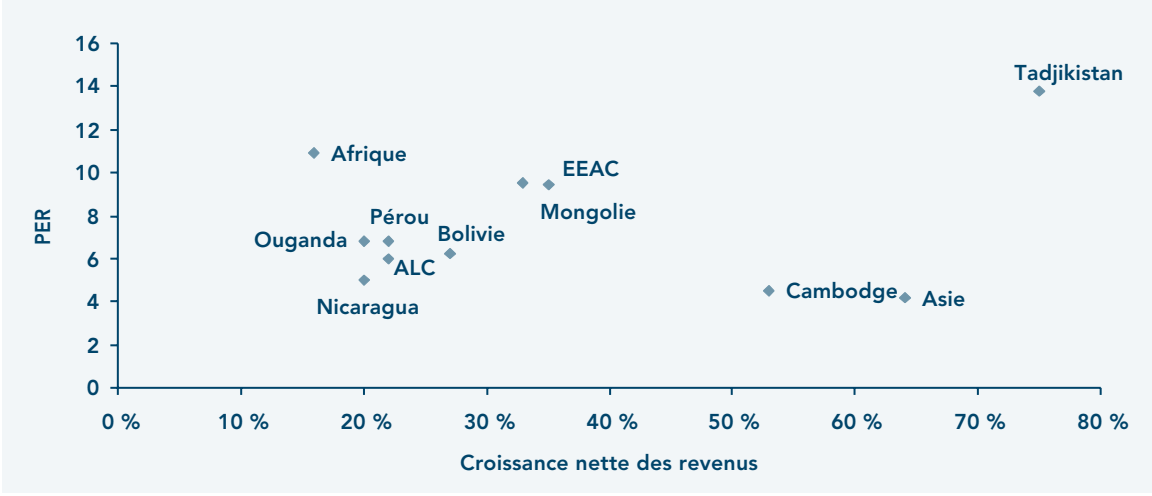
Tableau 10. PER historiques et croissance nette des revenus

	Moyenne		Médiane	
	Croissance des revenus (%)	PER	Croissance des revenus (%)	PER
Afrique	– 1	+ 11,8	+ 16	+ 10,9
Asie	+ 126	+ 6,5	+ 64	+ 4,2
EEAC	+ 53	+ 11,6	+ 35	+ 9,4
ALC	+ 60	+ 7,9	+ 20	+ 6,8
Ouganda	– 6	+ 8,1	+ 22	+ 6
Cambodge	+ 57	+ 7,4	+ 53	+ 4,5
Mongolie	+ 51	+ 10,2	+ 33	+ 9,5
Tadjikistan	+ 61	+ 17,9	+ 75	+ 13,8
Bolivie	+ 22	+ 5,7	+ 27	+ 6,2
Nicaragua	+ 19	+ 6,7	+ 20	+ 5
Pérou	+ 64	+ 9,1	+ 22	+ 6,8

Source : CGAP.

28. Pour des raisons associées au processus de modélisation statistique, nous avons dû limiter notre analyse à huit variables.

Figure 7. Diagramme de dispersion : une certaine corrélation existe entre PER historique et croissance des revenus



Source : CGAP. Aucun PER n'étant disponible pour l'Inde, le pays n'apparaît pas dans ce diagramme. La croissance nette des revenus correspond à une projection effectuée par les participants à l'enquête de ce que sera cette croissance au moment de la transaction. Les chiffres sont des médianes. ALC : Amérique latine et Caraïbes ; EEAC : Europe de l'Est et Asie centrale.

tout en contrôlant celle d'autres variables. Le tableau 12 résume les résultats de la régression. Ceux-ci confirment nos précédentes conclusions : la croissance nette des revenus et le montant de la transaction ont une influence positive significative sur la valorisation. Comme dans le cas des corrélations bivariées (voir le tableau 11), les effets observés sont plus significatifs avec le PER qu'avec le PBR[29]. Nous avons également étudié l'impact de chaque variable sur le PER et le PBR historiques (voir Annexe II).

Le tableau 13 résume nos résultats. Parmi les 16 variables présentées dans le tableau 13 **nous en avons identifié 10 que nous estimons essentielles pour justifier la valorisation d'une IMF.** Pour les six autres variables de notre analyse, la relation avec le prix de transaction n'est pas significative.

Confirmées par les données de l'enquête, nos conclusions sont également étayées par notre connaissance du domaine de la microfinance. Notre ensemble de données n'en est pas moins limité : à elles seules, les corrélations ne donnent pas nécessairement une vision exhaustive et peuvent parfois être trompeuses. C'est pourquoi nous admettons que nos résultats peuvent être controversés.

29. L'Annexe II présente les moyennes non pondérées et les médianes pour l'ensemble de nos variables.

Tableau 11. Corrélations bivariées

	PER	PBR
Levier financier	– 0,29 **	+ 0,53 ***
Ratio des coûts d'exploitation	+ 0,29 **	– 0,07
PAR30	+ 0,15	– 0,13
Croissance nette des revenus	+ 0,46 ***	+ 0,46 ***
Rentabilité des capitaux propres	– 0,32 **	– 0,14
Solde moyen de prêt	0,08	– 0,12
Solde moyen d'épargne	0,06	– 0,03
Épargne/actifs	0,08	– 0,18
Âge	– 0,41 ***	– 0,1
Encours de crédits brut (mio. $)	– 0,20 *	+ 0,12
Forme juridique : banque†	– 1,84	1,96
Taille moyenne du prêt (RNB)	0,08	– 0,12
Montant de la transaction (mio. $)	+ 0,21 *	+ 0,25 **
Capitalisation boursière (mio. $)	+ 0,37 ***	+ 0,54
L'acheteur est une IFD †	– 5,54 *	– 0,53

Source : Ratio des coûts d'exploitation = coûts d'exploitation/encours de crédits brut.
Remarque : * significatif à 5 % ** significatif à 1 % *** significatif à 0,1 %
Les corrélations sont mesurées à l'aide du coefficient de corrélation de Pearson r. Ses valeurs s'interprètent de la manière suivante : 0<r<0,2 : corrélation nulle ou négligeable ; 0,2<r<0,4 : faible degré de corrélation ; 0,4<r<0,6 : degré de corrélation modéré ; 0,6<r<0,8 : degré de corrélation marqué ; 0,8<r<1 : corrélation forte
Les signes + et – indiquent le sens de la corrélation
† test t (la valeur est égale à l'écart des moyennes)

Tableau 12. Résultats de la régression, avec un ensemble limité de variables indépendantes

	PER	PBR
Dettes/fonds propres	non	non
Ratio des coûts d'exploitation (log)	+	non
PAR30 (log)	non	–
Croissance du RN	+	+
ROE	–	non
Âge	–	non
Encours de crédits brut (log)	+	non
Montant de la transaction	+	+

Source : CGAP. Ratio des coûts d'exploitation = coûts d'exploitation/prêts.

Remarque : le signe + indique un effet positif significatif, le signe – indique un effet négatif significatif. Certaines variables ont été linéarisées (« log ») pour une meilleure correspondance avec le modèle.

4. Valorisation des transactions publiques – institutions financières ciblant les faibles revenus

Cette section étudie des données concernant des institutions financières ciblant les faibles revenus (IFFR). Ces institutions fournissent des services financiers (crédits à la consommation, prêts aux microentreprises, services de paiement et produits d'assurance) aux segments de la population à faibles revenus sans avoir nécessairement un double objectif de résultat. Elles constituent des éléments de comparaison intéressants pour la valorisation des IMF dans la mesure où elles opèrent sur le même marché. Nous avons identifié dix IFFR cotées très largement axées sur la microfinance : deux IMF introduites en Bourse (Compartamos et Equity), quatre banques mettant l'accent sur le prêt aux PME et aux microentreprises, et quatre sociétés de crédit à la consommation.

Notre objectif est de répondre à trois questions clés :

1. Quelle est la performance des actions des IFFR en termes absolus et relatifs ?
2. En quoi l'introduction en Bourse agit-elle sur la performance d'une IFFR ?
3. Disposons-nous d'éléments indiquant que les valorisations des IFFR convergent vers celles des banques traditionnelles ?

Présentation de l'indice du marché financier ciblant les faibles revenus

L'indice du marché financier ciblant les faibles revenus regroupe six IFFR cotées en Bourse

L'indice du marché financier ciblant les faibles revenus a été utilisé pour suivre les performances historiques. Comme le montre le tableau 15, il s'agit d'un indice composé de six IFFR et pondéré en fonction de leur capitalisation boursière.

Sur les dix institutions mentionnées plus haut dans ce chapitre, nous n'en avons retenu que six, aucune projection financière n'étant disponible pour les quatre autres. Dans notre indice, la BRI n'obtient que le tiers de la pondération suggérée par sa capitalisation boursière. Cette dernière, relativement plus importante, aurait perturbé l'indice, et seulement un tiers environ des prêts de cet établissement peuvent être considérés comme appartenant au domaine de la microfinance.

Dans l'ensemble, sur la base du PBR, les institutions de notre indice s'échangent avec une prime par rapport aux banques traditionnelles, bien que cette prime ait considérablement baissé depuis son record de novembre 2007. Sur la base du PER 2009, en revanche, les institutions de l'indice s'échangent avec une décote de 22 % par rapport aux banques traditionnelles (voir le tableau 15).

Tableau 13. Selon nous, dix variables influent sur les valorisations

Variable	Référence	Analyse statistique		Notre opinion : la variable est-elle globalement pertinente ? Considérations conceptuelles	Oui/non
		Corrélation	Régression		
Taille : montant de la transaction (mio. USD)	Tableau 22	+	+	Des transactions plus importantes se traduisent par un multiple plus élevé. C'est notamment le cas des transactions d'un montant supérieur à 2 millions USD dans la mesure où elles permettent un pool plus diversifié d'investisseurs. Les investisseurs institutionnels, par exemple, sont soumis à un seuil minimum d'investissement. Pour les transactions de plus faible montant, nous estimons que le nombre réduit d'investisseurs peut peser sur les valorisations.	oui
Intermédiation financière : épargne/total actifs	Tableau 30	n/d	n/d	Le niveau d'intermédiation financière (dépendance vis-à-vis de l'épargne) est une variable clé. Selon nous, les dépôts de détail aident à diversifier la base de financement d'une IMF, ce qui est positif. En outre, les institutions collectrices d'épargne se sont révélées plus résistantes en période de crise économique. Néanmoins, pour nuancer ce propos, nous notons qu'il peut être coûteux d'attirer des dépôts.	oui
Type d'acheteur : l'acheteur est une IFD	Tableau 24	indétermi-née	n/d	Dans les transactions, les IFD payent généralement davantage que les VIM. D'après nous, la logique qui sous-tend la décision d'investissement de certaines IFD (comme l'AFD et NORFUND) peut être moins axée sur la rentabilité pure. Elles peuvent en outre attacher une plus grande valeur à la microfinance en raison de sa mission sociale. Précisons toutefois que cela ne s'applique qu'aux IFD à vocation sociale.	oui
Géographie : pays	Tableaux 8-10	n/d	n/d	C'est probablement la variable la plus pertinente pour les investisseurs. Quatre facteurs spécifiques au pays influent sur la valorisation : (I) réglementation favorable, (II) perspectives pour le pays (stabilité macroéconomique et risque politique), (III) structure du marché (taille du marché et concurrence), (IV) disponibilité du capital (dans certains pays, la présence de grands fonds d'investissement peut jouer sur la valorisation). Ces quatre aspects sont spécifiques à chaque pays.	oui
Forme juridique : l'IMF est une banque	Tableau 27	non	n/d	Notre analyse statistique n'établit pas de lien clair entre le statut juridique de l'IMF et sa valorisation : le PBR ne diffère pas, tandis que le PER est nettement supérieur pour les banques. D'après nous, les IMF qui sont des banques devraient cependant être négociées à des multiples plus élevés, et ce pour deux raisons : (I) dans la plupart des pays, seules les banques entièrement réglementées sont autorisées à accepter des dépôts à vue et d'épargne, ce qui leur apporte une base de financement stable ; et (II) le fait d'être réglementée soumet l'institution à certaines obligations de publication de l'information financière grâce auxquelles les investisseurs seront peut-être plus enclins à prendre des parts dans la société.	oui

(suite)

Tableau 13. Selon nous, dix variables influent sur les valorisations (suite)

Variable	Référence	Analyse statistique		Notre opinion : la variable est-elle globalement pertinente ? Considérations conceptuelles	Oui/ non
		Corrélation	Régression		
Qualité de l'actif : PAR30	Tableau 29	non	indéterminée	Un PAR30 faible, signe d'une excellente qualité de l'actif, devrait se traduire par une valorisation élevée. D'après l'analyse statistique, ce critère n'est toutefois pas significatif, car 90 % des institutions interrogées présentent un PAR30 inférieur à 5,4 %, ce qui limite considérablement les variations au sein de l'échantillon. À notre avis, les investisseurs seront préoccupés dès lors que le PAR30 est supérieur à 3 %, et les IMF auront beaucoup de mal à lever des fonds si leur PAR30 est supérieur à 10 %.	oui
Efficience : coûts d'exploitation/ encours de crédits brut moyen	Tableau 28	indéterminée	indéterminée	Nous pensons qu'il s'agit d'une variable extrêmement importante, même si l'analyse statistique ne révèle aucune corrélation. Nous négligerons quelque peu le PER, car les coûts d'exploitation influent directement sur les revenus. Ainsi, le PER semble plus élevé pour les IMF affichant un ratio coûts/prêts supérieur (du fait de la base de revenus plus basse). Pour ce qui est du PBR, les IMF présentant un ratio inférieur ont droit à un multiple plus élevé. Ce ratio a l'inconvénient de favoriser les IMF offrant des prêts de montants plus importants.	oui
Levier financier : dettes/fonds propres	Tableau 31	indéterminée	non	Dans le contexte actuel de pénurie des financements, un levier financier moindre engendre une prime supérieure. Selon nous, un ratio dettes/fonds propres inférieur à 3x (ratio fonds propres/actifs supérieur à 25 %) exige l'application d'une prime. Nous reconnaissons cependant que l'analyse statistique ne reflète pas cet état de fait.	oui
ROE	Figure 6	indéterminée	indéterminée	Bien que notre analyse statistique n'identifie aucun impact sur la valorisation, un ROE élevé est le signe d'une rentabilité forte ; un effet positif sur le PBR est à prévoir.	oui
Croissance nette des revenus	Figure 7	+	+	Une croissance nette des revenus élevée indique qu'il s'agit d'une jeune institution au début de son évolution ; effet positif à prévoir.	oui
Portée : solde moyen de prêt	Tableau 32	non	n/d	Notre échantillon ne nous permet pas de tirer de conclusions définitives. Les IMF affichant des soldes de prêt inférieurs présentent un PBR plus élevé mais un PER plus bas que celles affichant des soldes supérieurs. Si elle engendre des dépenses accrues, une taille moyenne de prêt inférieure est compensée par des marges d'intérêt nettes supérieures. Un solde peu important peut indiquer que l'IMF met l'accent sur sa mission sociale, ce qui justifie l'application d'une prime pour certaines IFD ou d'une décote pour les acheteurs privilégiant uniquement la rentabilité.	non
Taille : capitalisation boursière	Tableau 23	n/d	n/d	Notre analyse statistique ne révèle aucune véritable corrélation. D'après nous, l'indicateur de taille le plus pertinent est le montant de la transaction.	non

(suite)

Tableau 13. Selon nous, dix variables influent sur les valorisations (suite)

Variable	Référence	Analyse statistique		Notre opinion : la variable est-elle globalement pertinente ? Considérations conceptuelles	Oui/ non
		Corrélation	Régression		
Portée : solde moyen d'épargne	Tableau 33	n/d	n/d	Notre échantillon ne nous permet pas de tirer de conclusions définitives. Les IMF affichant un solde d'épargne par client plus faible présentent un PBR supérieur mais un PER inférieur à celles affichant un solde plus important.	non
Géographie : région	Tableaux 8-10	n/d	n/d	Nous voyons se dégager des tendances dans les moyennes par région. Néanmoins, pour nous, le pays de l'IMF est un indicateur plus pertinent en raison des immenses disparités entre pays d'une même région.	non
Étendue : nombre d'emprunteurs	Tableau 25	n/d	n/d	Notre échantillon ne nous permet pas de tirer de conclusions définitives. Les IMF à étendue réduite présentent un PBR supérieur mais un PER inférieur à celui des IMF à plus large étendue.	non
Age de l'IMF	Tableau 26	indéterminée	indéterminée	Selon nous, le plus important n'est pas l'âge de l'IMF mais ses perspectives de croissance. Notre échantillon suggère que les jeunes IMF (moins de 4 ans) ont un PER supérieur. Pour nous, cela tient davantage à une base de revenus moindre qu'à un prix plus élevé. Le PER n'est donc pas un multiple approprié dans ce cas. Le PBR médian ne montre aucune différenciation marquée entre IMF nouvelles, jeunes et matures.	non

Source : CGAP et J.P. Morgan.

Les institutions financières ciblant les faibles revenus ont surpassé les banques traditionnelles sur le long terme, et ont évolué au même rythme qu'elles depuis le pic en 2007

Dans la figure 8, nous avons examiné *a posteriori* l'indice depuis novembre 2003 avec un premier ensemble de trois IFFR (African Bank, BRI et Danamon). À mesure que les IFFR sont entrées en Bourse, l'indice en a incorporé d'autres : Compartamos (avril 2007), IPF (juillet 2007) et Independencia (novembre 2007). Sur le long terme, l'indice surpasse les banques traditionnelles de 238 %, comme en témoigne la courbe de l'indice MSCI Financials sur la figure 8.

Depuis son pic à 801 le 2 novembre 2007, l'indice a évolué au même rythme que l'indice MSCI Financials jusqu'en octobre 2008 (voir la figure 9).

La figure 10 illustre la performance de l'indice du marché financier ciblant les faibles revenus par rapport à celle de l'indice MSCI World Financials depuis la faillite de Lehman (le 15 septembre 2008). Depuis le début de la crise, le premier a surpassé le second de 8 %. Selon nous, les IFFR caractérisées par un volume moyen d'échanges faible et une grande base d'investisseurs étrangers sont plus touchées.

Tableau 14. Échantillon de dix IFFR

BRI
Danamon
Equity Bank
Capitec
African Bank
Blue Financial Services
BRAC
IPF
Compartamos
Financiera Independencia

Source : J.P. Morgan.

Performance des différentes IFFR après introduction en Bourse

La plupart des IFFR surpassent leurs indices nationaux respectifs…

Nous avons comparé la performance de chaque IFFR après introduction en Bourse avec celle de l'indice boursier local et, le cas échéant, de l'indice MSCI local et de l'indice MSCI Financials local.

On observe une nette tendance à la surperformance des IFFR par rapport à leur indice national. Ainsi, Blue Financial Services a surpassé l'indice MSCI national de plus de 100 %. En moyenne, dans les 12 mois suivant l'entrée en Bourse, notre échantillon a surpassé de 45 % l'indice boursier local et de 38 % l'indice MSCI Financials national. D'après nous, plusieurs de ces réussites sont dues, en partie, au nombre limité d'introductions en Bourse dans certains pays (par exemple, Compartamos au Mexique) et à la rareté des IFFR entrant en Bourse de manière générale.

Filiale de Provident opérant au Mexique et en Europe de l'Est, IPF constitue un exemple intéressant. Si elle a fait moins bien que ses indices locaux lors de l'entrée en Bourse, elle surpasse désormais l'indice MSCI Financials du Royaume-Uni (depuis janvier 2008) et l'indice MSCI Royaume-Uni/FTSE (depuis mars 2008). Son entrée en Bourse a eu lieu en été 2007, ce qui correspond au début de la crise des subprimes et, plus particulièrement, à la déroute de la banque Northern Rock au Royaume-Uni. Depuis début 2009, la performance d'IPF est repassée sous celle de l'indice MSCI Royaume-Uni/FTSE. Mais la société continue de surpasser l'indice MSCI Financials du Royaume-Uni et semble relativement préservée par la crise financière.

… mais l'actionnariat étranger et la liquidité sont des éléments clés de la valorisation

Deux IFFR mexicaines, Compartamos et Financiera, affichent une performance relativement décevante. Selon nous, la structure de l'actionnariat (82 % d'investisseurs étrangers pour Compartamos, 65 % pour Independencia) aide à expliquer cette faible performance par rapport à leurs Bourses locales. Nous estimons qu'un nombre accru d'actionnaires

Tableau 15. Résumé des valorisations : comparaison entre notre indice et les banques traditionnelles

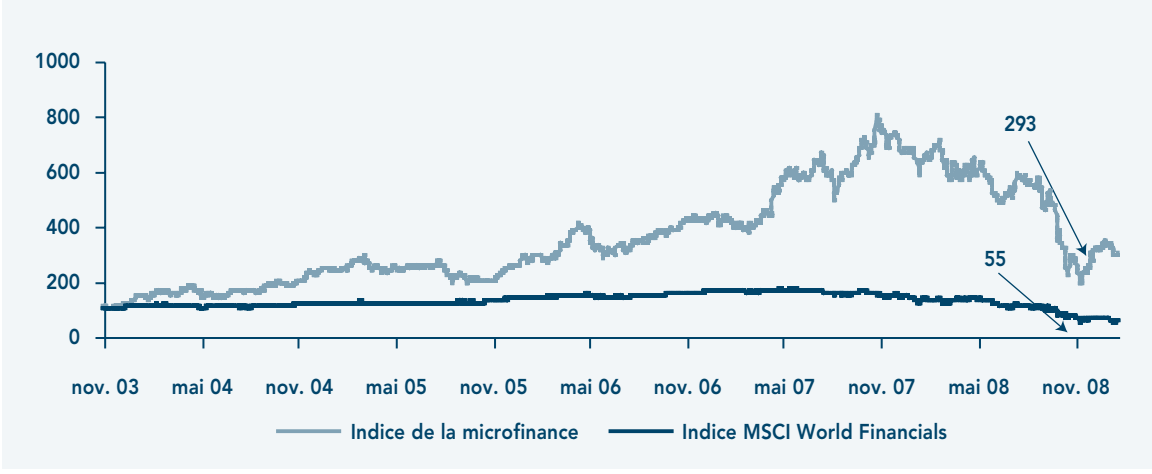
Société	Symbole boursier	Pays de cotation	Cap. Bours (mio.USD)	VQME 3M (mio. USD)	Prix local	PBR			PER			ROE		
						07A	08E	09E	07A	08E	09E	07A	08E	09E
African Bank	ABLSJ	Afrique du Sud	2 143	9,42	2 495,0	1,6	1,5	1,4	9,9	8,0	6,8	27 %	23 %	20 %
BRI	BBRI IJ	Indonésie	4 931	7,17	4 250,0	2,7	2,4	2,0	10,8	9,1	7,7	27 %	28 %	28 %
Danamon	BDMN IJ	Indonésie	1 003	1,38	2 225,0	1,0	1,0	0,9	5,3	4,6	4,2	21 %	22 %	22 %
IPF	IPF LN	Royaume-Uni	473	0,92	128,8	1,6	1,2	1,1	10,2	6,5	5,9	20 %	20 %	18 %
Compartamos	COMPARTO	Mexique	829	1,39	27,7	5,2	4,1	3,1	13,8	11,2	9,5	47 %	41 %	37 %
Independencia	FINDEP*	Mexique	258	0,24	5,8	1,8	3,1	2,1	7,2	6,7	5,5	ND	33 %	40 %
Indice du marché financier ciblant les faibles revenus						**2,3**	**1,9**	**1,6**	**10,4**	**7,6**	**6,5**			
Banques des marchés émergents						**07A**	**08E**	**09E**	**07A**	**08E**	**09E**			
Amérique latine						2,0	1,9	1,9	8,8	8,6	8,6			
Europe émergente						0,9	1,0	0,9	4,4	5,0	6,4			
Afrique						1,4	1,2	1,3	6,8	7,2	6,9			
Asie						NA	1,5	1,4	NA	8,5	8,7			
Moyenne des banques des marchés émergents						1,4	1,5	1,3	6,3	8,1	8,4			

Source : Bloomberg, données des sociétés, étude du CGAP sur les investissements privés, estimations de J.P. Morgan. VQME = volume quotidien moyen des échanges. OW = *Overweight* (surpondération). N = *Neutral rating* (cotation neutre). Cours au 28 janvier 2009.

Remarques concernant l'indice du marché financier ciblant les faibles revenus : il s'agit d'un indice pondéré par la capitalisation boursière. Nous avons utilisé les estimations de J.P. Morgan pour les actions couvertes par cette société, et les consensus de Bloomberg pour IPF et Independencia. Concernant la BRI, nous avons réduit à un tiers son poids dans l'indice, car son portefeuille de microfinance ne représente qu'un tiers environ de son portefeuille total de prêts. Nous n'avons pas inclus BRAC, Equity Bank, Blue Financial Services et Capitec en raison de l'absence de projections financières pour ces établissements.

Remarque concernant les banques des marchés émergents : nous présentons des moyennes pondérées par la capitalisation boursière pour les banques couvertes par les analystes de J.P. Morgan, ce qui représente un échantillon de 148 banques sur tous les marchés émergents.

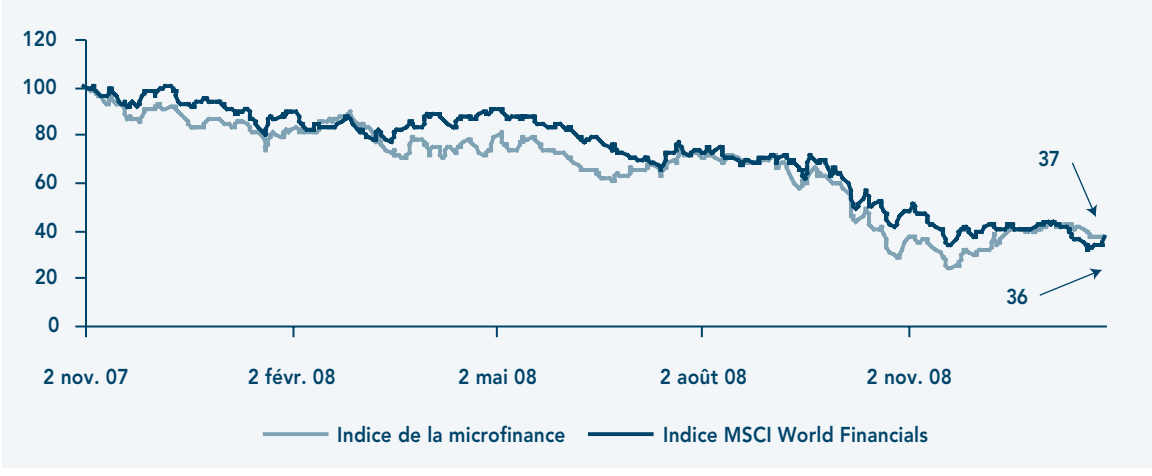
Figure 8. Meilleure performance de l'indice du marché financier ciblant les faibles revenus sur le long terme



Source : Bloomberg, J.P. Morgan.

Base = 100 au 10 novembre 2003. À l'origine, l'indice n'était composé que de trois IMF (BRI, Danamon et African Bank). Il a intégré les trois autres IMF (Compartamos, Financiera Independencia et IPF) lorsqu'elles sont entrées en Bourse en 2007. Cours au 28 janvier 2009.

Figure 9. Depuis son pic en novembre 2007, l'indice du marché financier ciblant les faibles revenus a évolué au même rythme que l'indice MSCI



Source : Bloomberg, J.P. Morgan.

Base = 100 au 10 novembre 2007. Cours au 28 janvier 2009.

étrangers et d'investisseurs institutionnels entraîne une volatilité supérieure des cours.

Comme on le constate souvent, le volume quotidien moyen des échanges est important au moment de l'entrée en Bourse puis a tendance à chuter brusquement (voir le tableau 18). Dans le cas des IFFR, notons que le flottant relativement réduit (19 % pour Financiera) pèse sur le volume des opérations. Dans notre échantillon, seules trois institutions affichent un volume quotidien moyen d'échanges supérieur à 1 million USD.

Convergence des multiples

Les IFFR doivent-elles converger vers les niveaux des institutions financières nationales ? Sur certains marchés, les IFFR convergent vers les multiplicateurs bancaires nationaux au fil du temps. Sur d'autres, la tendance demeure divergente.

Notre analyse confirme ces deux tendances. Comme le montre la figure 11, les institutions mexicaines voient leur PER converger vers des niveaux similaires à ceux de Banorte (une banque

commerciale traditionnelle au Mexique). Dans le cas de l'Afrique du Sud, la convergence entre le multiple de Capitec et celui de Standard est nettement moins claire. D'où l'idée que l'hypothèse de la convergence pourrait être spécifique au pays et à la société (voir la figure 12).

Combien de temps faut-il pour converger ? À notre avis, la convergence dépend de la structure de marché, en particulier du niveau de concurrence, et de l'évolution de la société après son entrée en Bourse. Prenons par exemple la Bolivie. Nous observons que les marges d'intérêt nettes de Bancosol (premier fournisseur de microcrédits du pays) ont baissé d'un niveau de 28 % (que nous considérons comme élevé) en 1997 à un niveau stabilisé à long terme de 15-20 % en 2006–2007, entraînant une convergence avec les banques pour ce qui est des prévisions de rendement ajusté en fonction du risque. Cette constatation ne s'applique, bien sûr, qu'à ce marché particulier. Nous admettons que la convergence pourrait être bien plus rapide sur d'autres marchés et pour des institutions données, selon le degré de concurrence et leur stratégie.

Impact d'une entrée en Bourse sur les opérations d'une IFFR

Dans cette section, nous étudions l'impact d'une entrée en Bourse sur notre échantillon d'IFFR. Dans l'ensemble, nos données révèlent qu'une admission à la cote n'a pas d'effet significatif sur les opérations des IFFR. Nous avons examiné la croissance de l'institution (par la croissance des prêts et le nombre d'agences), la qualité de son portefeuille de prêts (par le ratio de crédit improductif), la rentabilité (par les marges d'intérêt nettes et la rentabilité des actifs) et la capacité bénéficiaire (par l'augmentation du BPA).

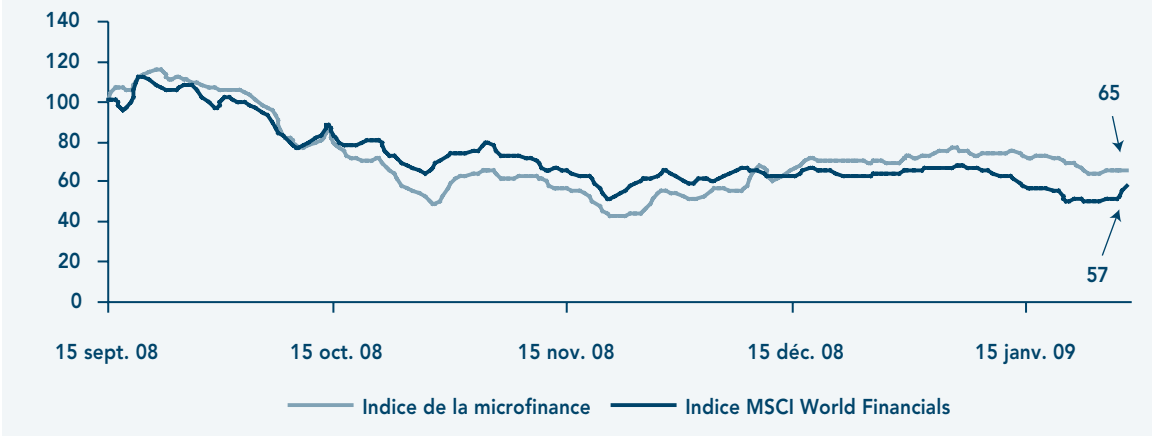
Rien ne laisse penser qu'une entrée en Bourse exerce un impact significatif sur les opérations des IFFR

Comme il ressort du tableau 19, la croissance des prêts ne s'est pas accélérée pour toutes les IFFR dans l'année suivant leur entrée en Bourse. Pour Equity Bank, elle est passée de 88 % l'année de l'entrée en Bourse à 110 % l'année suivante. Pour Compartamos et Independencia, en revanche, elle a considérablement décliné.

Aucune tendance nette ne se dégage non plus en ce qui concerne la qualité de l'actif. Notons toutefois que, dans certains cas, les crédits improductifs peuvent progresser du fait de la diversification de l'offre qui contraint parfois l'institution à s'aventurer en terrain inconnu.

Nous ne constatons pas de tendance claire concernant les marges d'intérêt nettes (voir le tableau 20). La baisse du coût des capitaux agit positivement, celle des taux d'intérêt appliqués aux prêts négativement sur les marges d'intérêt nettes.

Figure 10. L'indice du marché financier ciblant les faibles revenus a surpassé de 8 % l'indice MSCI depuis la faillite de Lehman (15 sept)



Source : Bloomberg, J.P. Morgan.

Base = 100 au 15 septembre 2008. Cours au 28 janvier 2009.

Tableau 16. Performance absolue et relative (%), après introduction en Bourse

Date d'entrée en Bourse	Com-parto avr. 07	BRI nov. 03	Financiera nov. 07	Capitec févr. 02	Blue Fin Serv oct. 06	BRAC janv. 07	Equity Bank août 06	IPF juil 07
Absolue								
1 m après entrée en Bourse	11	5	– 18	– 49	154	2	11	– 21
3 m après entrée en Bourse	28	69	– 25	8	83	7	18	– 15
6 m après entrée en Bourse	17	62	– 16	6	114	107	85	– 26
12 m après entrée en Bourse	– 6	110	– 61	33	136	227	10	2
Par rapport à l'indice boursier local								
1 m après entrée en Bourse	8	1	– 13	– 51	151	0	3	– 13
3 m après entrée en Bourse	21	45	– 14	4	74	6	– 9	– 15
6 m après entrée en Bourse	11	47	– 16	20	91	74	54	– 18
12 m après entrée en Bourse	– 13	65	– 26	55	99	161	– 7	23
Par rapport à l'indice MSCI Financials national								
1 m après entrée en Bourse	12	6	– 16	– 49	149	n/d	n/d	– 14
3 m après entrée en Bourse	33	37	– 11	– 5	65	n/d	n/d	– 11
6 m après entrée en Bourse	19	37	– 17	11	82	n/d	n/d	– 4
12 m après entrée en Bourse	2	44	– 24	50	108	n/d	n/d	45

Source : Factset. La performance est exprimée par rapport à la Bourse locale où l'IMF est cotée. Un indice MSCI Financials national existe pour toutes les sociétés, hormis BRAC (Bangladesh) et Equity Bank (Kenya). Bien qu'elle opère essentiellement en Europe de l'Est et au Mexique, nous considérons IPF comme une société britannique et comparons sa performance avec celle de l'indice MSCI Financials du Royaume-Uni. Nous ne présentons pas d'informations sur Danamon et African Bank car leurs entrées en Bourse ont eu lieu avant 2000, ce qui rend les données moins pertinentes. Données au 28 janvier 2009.

Tableau 17. L'actionnariat étranger peut influer sur la performance boursière

IFFR	Date d'entrée en Bourse	% d'actionnariat étranger au moment de l'entrée en Bourse
Capitec	février 2002	0
BRI	novembre 2003	0
Blue Financial Services	octobre 2006	0
Equity Bank	août 2006	n/d
BRAC	janvier 2007	37
Compartamos	avril 2007	82
IPF	juillet 2007	17
Financiera Independencia	novembre 2007	65

Source : estimations J.P. Morgan.

Tableau 18. Le volume quotidien moyen des échanges décroît après l'entrée en Bourse et varie fortement selon l'institution, en millions USD

	Comparto	Financiera	Capitec	Blue Fin Services	Equity Bank	BRI	BRAC	IPF
Date d'entrée en Bourse	**avr. 07**	**nov. 07**	**févr. 02**	**oct. 06**	**août 06**	**nov. 03**	**janv. 07**	**juil 07**
1 m après entrée en Bourse	20,45	4,93	0,03	0,10	0,22	12,37	2,03	8,12
3 m après entrée en Bourse	10,92	2,12	0,02	0,12	0,28	8,93	0,95	4,96
6 m après entrée en Bourse	6,61	1,65	0,02	0,09	0,34	6,84	1,32	3,43
12 m après entrée en Bourse	4,64	1,04	0,02	0,10	0,55	5,30	1,78	2,65
Six derniers mois	1,28	0,29	0,08	0,18	0,71	8,73	0,49	4,04

Source : Bloomberg, J.P. Morgan. Données au 28 janvier 2009.

Comme le montre le tableau 21, la croissance du BPA n'a pas évolué de la même manière pour les différentes IFFR après leur entrée en Bourse. Ainsi, si certaines, comme Equity et BRAC, ont connu une nette accélération, d'autres, comme Compartamos et Blue, ont subi un déclin.

En dépit des efforts considérables pour se préparer à une entrée en Bourse et de l'attention accrue théoriquement portée à la performance financière, aucune tendance nette ne se dégage de notre étude de l'impact d'une entrée en Bourse sur la performance des IFFR. Côté investisseurs, en revanche, la situation est plus claire. Selon nos estimations, 85 % du total des capitaux levés lors de récentes introductions en Bourse d'IMF correspondaient à des transactions secondaires (les gains vont aux investisseurs plutôt qu'aux IMF). Les premiers investisseurs privés, tels que des IFD ou des fonds de microfinance, utilisent l'introduction en Bourse comme mécanisme de sortie.

Conclusions

Ce rapport donne une nouvelle perspective de la valorisation des fonds propres en microfinance et fournit quelques-unes des premières références du secteur en la matière.

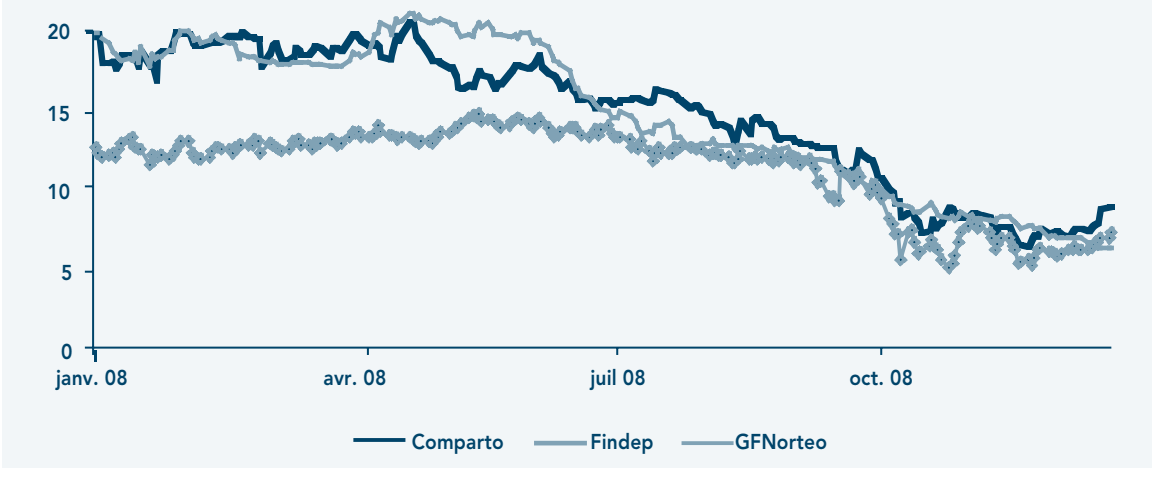
Selon nous, les IMF se distinguent des banques traditionnelles, ce qui justifie une méthode de valorisation différente. Ces institutions visent à la fois des résultats sociaux et financiers. Elles présentent une meilleure qualité de l'actif et des marges d'intérêt nettes supérieures, mais aussi des coûts d'exploitation plus élevés que les banques des marchés émergents. Par ailleurs, elles bénéficient de financements à plus long terme de la part d'investisseurs orientés vers le développement.

Le marché du capital-investissement en microfinance, qui en est encore à ses balbutiements, manque de consensus en ce qui concerne les méthodes de valorisation. Ces trois dernières années, les valorisations d'IMF ont varié considérablement. La croissance nette des revenus et le montant de la transaction semblent être les deux principaux éléments de valorisation retenus par les investisseurs. Nous avons toutefois identifié huit autres facteurs déterminants.

Dans notre échantillon, les multiples médians ont varié de 1,3 à 1,9 fois la valeur comptable historique et de 7,2 à 9,2 fois le bénéfice historique entre 2005 et septembre 2008. Ces valorisations relativement élevées par rapport à celles des banques des marchés émergents sont le reflet des fondamentaux sains de la microfinance et de l'intérêt croissant des investisseurs pour ce secteur.

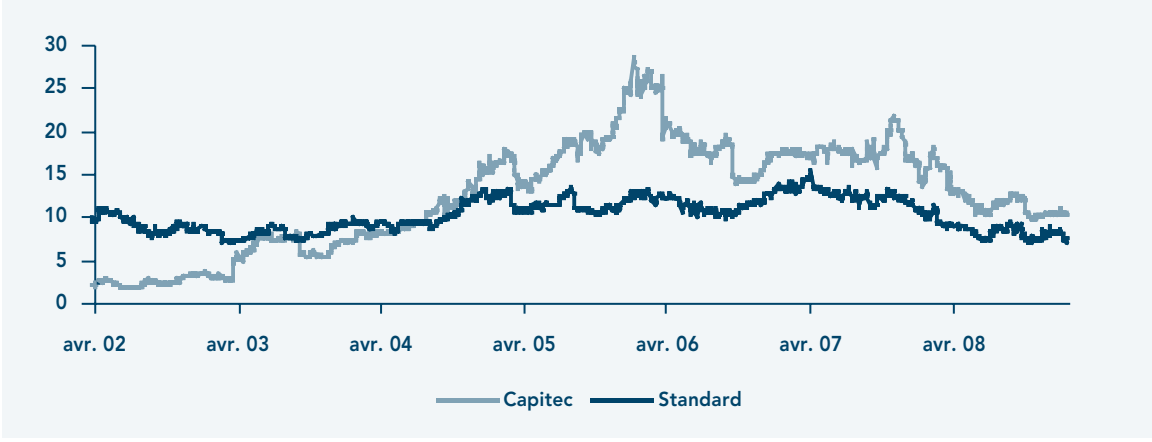
Les institutions financières ciblant les faibles revenus (IFFR) cotées en Bourse constituent des

Figure 11. Convergence du PER de Compartamos et Independencia avec celui de Banorte depuis janvier 2008



Source : Bloomberg, J.P. Morgan. Données au 28 janvier 2009.

Figure 12. La convergence du PER de Capitec avec celui de Standard Bank n'est pas clairement établie



Source : Datastream. Données au 28 janvier 2009.

éléments de comparaison intéressants pour les IMF. Depuis la création de l'indice les regroupant en novembre 2003, les IFFR ont surpassé leurs indices nationaux de 238 %. De même, depuis la faillite de Lehman en 2008, elles ont surpassé l'indice mondial MSCI World Financials de 8 %.

Si la microfinance subit déjà les effets de la crise financière, elle n'en ressentira probablement le plein impact que plus tard cette année. Les conditions économiques défavorables devraient se traduire par un ralentissement de la croissance et une détérioration de la performance financière des IMF. L'année qui vient donnera aussi l'occasion de tester l'hypothèse selon laquelle la microfinance résiste mieux aux chocs économiques que la banque traditionnelle et peut maintenir une bonne qualité de l'actif même dans les périodes difficiles.

Selon nous, 2009 sera une année de mutation pour la microfinance. Les IMF devront se recentrer sur les fondamentaux, resserrer leurs conditions d'octroi de crédit pour maintenir une bonne qualité de l'actif, diversifier leurs sources de financement, résorber leurs positions de change ouvertes et maîtriser les dépenses. Les investisseurs, eux, réclameront une plus forte gouvernance d'entreprise et l'instauration de normes de publication de l'information financière. La crise devrait également être une opportunité de restructuration et de consolidation du secteur.

En 2009, les valorisations des transactions privées devraient diminuer pour s'établir aux alentours de 1 fois la valeur comptable historique sur le marché privé. Cependant, les fondamentaux sains du secteur de la microfinance et l'engage-

Tableau 19. Mesures de performance, avant et après l'entrée en Bourse (IPO)

	Croissance des prêts (%)			Agences			Ratio de crédit improductif (%)		
	IPO – 1	IPO	IPO + 1	IPO – 1	IPO	IPO + 1	IPO – 1	IPO	IPO + 1
Comparto*	46,6	40,7	27,3	187	252	308	0,7	1,6	1,6
Findep*	16,5	49,2	53,6	117	152	187	6,2	8,4	6,7
Equity	92,2	88,1	110,2	42	52	81	1,9	0,5	2,0
Blue	n/d	n/d	132,5	33	106	170	n/d	n/d	n/d
Capitec	n/d	n/d	5,0	n/d	315	266	n/d	n/d	22,4
BRI	20,9	31,1	21,1	n/d	n/d	n/d	6,0	4,2	4,7
BRAC	102,6	65,9	66,0	361	467	519	3,0	12,8	7,7
IPF*	n/d	33,8	35,7	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d	n/d

Source : estimations J.P. Morgan, Bloomberg, données des sociétés. * données de septembre 2008, annualisées.

Tableau 20. Mesures de performance, avant et après l'entrée en Bourse

	Marge d'intérêt nette (%)			Taux d'intérêt moyen (%)			Coût des capitaux (%)		
	IPO – 1	IPO	IPO + 1	IPO – 1	IPO	IPO + 1	IPO – 1	IPO	IPO + 1
Comparto*	65,1	65,0	64,9	71,3	69,1	68,4	12,7	11,2	8,5
Findep*	59,6	65,7	61,0	61,1	56,3	57,3	11,0	15,4	6,8
Equity	8,5	8,7	5,6	9,3	9,5	6,6	0,9	0,8	1,4
Blue Financial Services	n/a	40,0	26,1	n/a	51,3	27,2	n/a	32,5	16,6
Capitec Bank	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a	n/a
BRI	10,3	12,9	12,5	30,0	24,6	21,5	9,0	5,1	5,1
BRAC	4,7	5,4	5,8	9,0	9,8	10,4	5,7	6,7	6,5
IPF*	90,9	85,4	88,6	97,3	77,0	89,6	6,2	6,0	7,2

Source : Bloomberg, données des sociétés, estimations J.P. Morgan. * données de septembre 2008, annualisées.

ment des investisseurs publics et privés devraient faire remonter les cours. Les IMF disposant d'une solide base de financement et d'une bonne qualité d'actif devraient sortir renforcées de cette crise, et nous pouvons tabler sur un rebond des valorisations en 2010. Les perspectives à long terme pour l'investissement en titres de participation en microfinance demeurent positives.

Annexe I : Glossaire

Les institutions financières de développement (IFD) sont les filiales privées d'agences de coopération bilatérales et multilatérales publiques telles que la Banque mondiale. Leur but est de réaliser des investissements et de fournir des services de conseil en vue de favoriser le développement du secteur privé dans les pays en développement. Elles incluent des organisations multilatérales, telles que la SFI (Société financière internationale, filiale de la Banque mondiale), et des institutions financières bilatérales, telles que la KfW allemande (Kreditanstalt für Wiederaufbau).

Les IFD ont été parmi les premiers investisseurs à entrer au capital des IMF. La plupart ont commencé à financer la microfinance à la fin des années 1990, à la suite de la période de subvention du secteur par les bailleurs de fonds depuis les années 1970. Les IFD introduisent une approche plus commerciale en offrant aux IMF des prêts à des conditions proches de celles du marché, des participations au capital et des garanties. En 2007, 19 IFD opéraient dans le domaine de la microfinance. Supérieur à

Tableau 21. Mesures de performance, avant et après l'entrée en Bourse

	ROA (%)			Croissance du BPA (%)		
	IPO – 1	IPO	IPO + 1	IPO – 1	IPO	IPO + 1
Comparto*	22,6	20,7	20,0	66,0	36,5	19,9
Findep*	17,2	16,4	14,5	n/d	11,5	12,8
Equity	3,8	4,8	5,2	n/d	– 27,1	148,4
Blue Financial Services	2,5	7,6	7,2	n/d	335,7	37,3
Capitec Bank	n/d	11,8	7,1	n/d	n/d	n/d
BRI	2,8	3,6	3,3	65,1	22,2	3,6
BRAC	1,4	1,4	1,6	66,4	– 23,7	87,0
IPF*	4,4	5,2	4,4	n/d	41,3	– 4,6

Source : Bloomberg, données des sociétés, estimations J.P. Morgan. * données de septembre 2008, annualisées.

4 milliards USD, leur portefeuille total de microfinance croît à un rythme annuel de 55 %. Concentrés sur les plus grandes IMF, les investissements des IFD se font généralement en produits de dette (60 %). Mais leurs investissements en titres de participation augmentent également : ils atteignaient 890 millions USD en décembre 2007. Selon l'enquête 2008 du CGAP sur les sources de financement de la microfinance, quatre institutions (la KfW, la SFI, la FMO et la BERD) concentrent 80 % des investissements des IFD en titres de participation en microfinance.

Les véhicules d'investissement en microfinance (VIM) sont des fonds ou des instruments d'investissement spécialisés en microfinance servant d'intermédiaires financiers entre investisseurs et IMF. En 2007, on dénombrait 93 VIM en opération, pour un montant total d'actifs en gestion de 5,4 milliards USD. Les VIM regroupent une gamme d'organisations variées en termes de base d'investisseurs, d'instruments et de formes juridiques. Les principales catégories de VIM sont des fonds communs de placement réglementés, des instruments financiers structurés et des sociétés holdings. Les investissements réalisés par les VIM ont quadruplé depuis 2005, et cette tendance à la hausse se poursuit. Les investisseurs individuels et les fondations ont été les premiers bailleurs des VIM et représentent toujours un tiers de leur financement. Les IFI comptent aussi parmi les utilisateurs précoces de ces véhicules et ont contribué à la création de plusieurs d'entre eux, comme le fonds d'actions ProFund. Aujourd'hui, les investisseurs institutionnels apportent la plus forte proportion de leur financement, à hauteur de 40 %. Les VIM investissent principalement dans des produits à revenu fixe (78 %) dans de grandes IMF d'Europe de l'Est et d'Amérique latine. Néanmoins, les investissements en titres de participation progressent rapidement (+ 95 % en 2007) et ont franchi la barre des 1,5 milliard USD en 2008. Procredit, une société holding allemande composée de 19 nouvelles banques de microfinance, est le fonds le plus important. Selon l'enquête sur les VIM 2008 du CGAP, le rendement moyen des fonds de capital-risque en microfinance est de 12,5 % (taux de rentabilité actuariel brut moyen pour des fonds de 2002).

L'investissement socialement responsable (ISR) est un terme générique recouvrant les investissements éthiques, responsables et durables permettant aux investisseurs de concilier leurs objectifs financiers avec leurs préoccupations en matière environnementale, sociale et de gouvernance (ESG). Les investisseurs socialement responsables ont à leur disposition une large gamme de stratégies, notamment l'exclusion éthique, le filtrage négatif ou positif et l'engagement des actionnaires. Des investisseurs institutionnels, tels que des caisses de retraite intégrant des facteurs ESG à leurs décisions d'investissement, font partie du vaste marché de l'ISR. Selon l'étude Eurosif 2008 de l'ISR, ce marché est estimé à 5 billions EUR, dont 2 billions aux États-Unis et 2,6 billions en Europe.

Les institutions de microfinance (IMF) offrent des microcrédits spécifiquement destinés à des emprunteurs à faibles revenus qui sont le plus souvent des travailleurs indépendants ou des propriétaires de petites entreprises informelles plutôt que des travailleurs salariés. La taille des prêts est faible (en moyenne, 3 000 USD en Europe et en Asie centrale[30] et moins de 1 000 USD ailleurs), et les prêteurs ont recours à des méthodologies de crédit qui ne sont généralement pas assorties de garanties classiques. La plupart des 1 300 institutions qui communiquent leurs données au MixMarket – la plateforme d'informations du secteur – ont pour produit principal le crédit aux microentreprises, mais elles sont de plus en plus nombreuses à proposer aussi d'autres types de prêt, tels que des prêts hypothécaires et des crédits à la consommation pour les salariés, et des comptes d'épargne. Les formes juridiques des IMF sont variées, des mutuelles de crédit aux banques réglementées en passant par les ONG et les institutions financières formelles non bancaires. Beaucoup d'entre elles ont de moins en moins recours aux subventions des bailleurs de fonds, préférant se tourner vers des capitaux commerciaux (en général, des produits de dette, des dépôts et des investissements en titres de participation). La majorité des IMF considèrent qu'elles poursuivent un double objectif de résultat, visant à la fois la rentabilité financière et l'impact social.

30. MicroBanking Bulletin 7, moyenne du MicroBanking Bulletin pour 2007.

Annexe II : Multiples pour les transactions de capital-investissement (enquête du CGAP)

Tableau 22. Montant de la transaction

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
<500 k$	8,3	6,7	1,8	1,4	64
500 k$ - 1 mio. $	9,3	7,4	1,5	1,4	29
1 mio. $ - 2 mio. $	9,3	5,2	1,6	1,3	29
>2 mio. $	14,0	12,2	3,5	2,5	21

Source : CGAP.

Tableau 23. Capitalisation boursière

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
<5 mio. $	8,9	6,2	1,7	1,5	61
5 mio. $ - 10 mio. $	11,1	9,1	1,5	1,3	28
10 mio. $ - 20 mio. $	7,4	6,9	1,6	1,3	31
>20 mio. $	11,6	9,7	3,6	2,3	23

Source : CGAP.

Tableau 24. Type d'acheteur

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
VIM	9,2	7,2	1,9	1,3	71
IFD	14,3	8,6	2,4	1,8	36
Autre	7,8	7,4	1,8	1,5	28

Source : CGAP.

Tableau 25. Étendue : nombre d'emprunteurs

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
Petite	10,9	8,2	1,6	1,3	31
Moyenne	11,5	7,8	1,8	1,4	27
Grande	8,0	7,3	2,3	1,5	66

Source : CGAP.
Petite = <10 000 emprunteurs, moyenne =10 000-30 000 emprunteurs, grande=>30 000 emprunteurs.

Tableau 26. Âge de l'IMF

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
Nouvelle	14,7	13,0	1,9	1,7	38
Jeune	8,7	8,1	2,6	1,5	36
Mature	7,1	5,8	1,6	1,2	51

Source : CGAP.
Nouvelle = 0-6 ans, jeune = 6–10 ans, mature = >10 ans.

Tableau 27. Forme juridique

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
Banque	10,6	9,3	1,8	1,4	59
IF non bancaire	8,8	6,4	2,1	1,4	81

Source : CGAP.

Tableau 28. Efficience

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
<10 %	6,6	6,8	5,8	5,1	6
10 %-20 %	8,6	7,3	1,8	1,4	76
20 %-30 %	8,9	9,3	1,4	1,1	10
>30 %	13,1	11,3	2,0	1,5	22

Source : CGAP. Coûts d'exploitation/Encours de crédits brut moyen pour la période.

Tableau 29. Qualité de l'actif : PAR 30

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
<1 %	9,9	8,3	2,5	1,7	51
1%-3 %	7,0	6,8	1,4	1,2	41
>3 %	10,9	7,5	1,9	1,4	29

Source : CGAP.
Encours de crédits (principal et intérêts) pour lequel au moins un remboursement est en retard depuis plus de 30 jours/encours de crédits brut.

Tableau 30. Intermédiation financière : épargne/total actifs

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
Pas d'IF	8,3	6,5	2,5	1,3	36
IF faible	9,5	6,0	1,9	1,6	35
IF élevée	10	8,2	1,7	1,4	52

Source : CGAP.

Pas d'IF = épargne volontaire/total actifs =0, IF moyenne = épargne volontaire/total actifs > 0 et <20 %, IF élevée= épargne volontaire/total actifs >20 %.

Tableau 31. Levier financier : dettes/fonds propres

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
<3	13,3	11,1	1,9	1,6	30
3-6	9,8	7,9	1,7	1,3	45
>6	7,2	6,6	2,3	1,4	49

Source : CGAP.

Total dettes/total fonds propres.

Tableau 32. Portée : solde moyen de prêt

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
<50 %	8,6	6,6	2,7	1,5	37
50%-150 %	9,3	7,9	1,8	1,6	40
>150 %	10,1	7,8	1,6	1,3	45

Source : CGAP.

Solde moyen de prêt par emprunteur/RNB par habitant (revenu national brut).

Tableau 33. Portée : solde moyen d'épargne

	PER historique		PBR historique		
	Moyenne non pondérée	Médiane	Moyenne non pondérée	Médiane	Échantillon
<50 %	12,6	6,6	2,5e	1,8e	22
50 %-100 %	8,9	8,9	1,6	1,4	37
>100 %	8,6	7,4	1,5	1,3	25

Source : CGAP.

Solde moyen d'épargne par emprunteur/RNB par habitant (revenu national brut).

Annexe III : Enquête du CGAP sur les transactions de capital-investissement, participants à l'enquête

L'enquête du CGAP sur les transactions de capital-investissement a été réalisée pendant l'été 2008. Trente et une organisations y ont participé, dont 4 institutions financières de développement (IFD), 13 véhicules d'investissement en microfinance (VIM) et 14 IMF. Le CGAP remercie ces organisations pour leur contribution à ses recherches sur la valorisation en microfinance. Bien que l'enquête soit strictement confidentielle, les organisations suivantes ont autorisé le CGAP à les citer comme participants.

IFD
BIO
FMO
PROPARCO

VIM
ACCION INTERNATIONAL
ADVANS SA
AKAM
INCOFIN
INVESTISSEUR ET PARTENAIRE POUR LE DÉVELOPPEMENT (I&P)
MECENE INVESTMENT, ADVISOR OF AFRICAP
MICROVEST
OMTRIX
OPPORTUNITY INTERNATIONAL
RESPONSABILITY
SHORECAP MANAGEMENT
SIDI

Institutions financières
BANCO DEL EXITO (BANEX)
CENTENARY BANK
COMPARTAMOS BANCO
FUNDATION D-MIRO MISION ALIANZA-ECUADOR
UGANDA FINANCE TRUST
XACBANK

CGAP

N° 14

Février 2009

Février 2009

Nous vous encourageons à partager cette *Étude spéciale* 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 cet article.

Toutes les publications du CGAP sont disponibles sur son site : www.cgap.org.

CGAP
1818 H Street, NW
MSN P3-300
Washington, D.C.
20433 États-Unis

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

E-mail:
cgap@worldbank.org

© CGAP, 2009

Fruit d'une collaboration entre le CGAP et J.P. Morgan, cette *Étude spéciale* a été rédigée par Nicholas P. O'Donohoe et Frederic Rozeira de MarizAC, de J.P. Morgan, et par Elizabeth Littlefield, Xavier Reille et Christoph Kneiding, du CGAP.

Les auteurs tiennent à remercier pour leur contribution : Christina Leijonhufvud, responsable de l'équipe Social Sector Finance chez J.P. Morgan, et Mia Feldman, membre de cette équipe ; Neil Gupte, analyste en recherche actions (*equity research*), Asian Financials ; Thomas Anduze-Acher, analyste en recherche actions, Latin American Financials ; Richard Rosenberg, conseiller senior auprès du CGAP ; Barbara Gahwiler et Mathieu Lebegue, analystes en microfinance auprès du CGAP.

Les auteurs souhaitent également remercier pour leur participation les collaborateurs de J.P. Morgan suivants : Sunil Garg, responsable recherche-actions pour l'Asie ; Aditya Srinath, responsable recherche actions pour l'Indonésie ; Victoria Miles, responsable *Emerging Markets Corporate Research* ; Paul Formanko, responsable recherche actions pour les banques d'Europe émergente et d'Asie centrale ; Mervin Naidoo, analyste senior pour les banques d'Afrique du Sud ; Saul Martinez, analyste senior pour les institutions financières d'Amérique latine.

Enfin, les auteurs adressent tous leurs remerciements à Adrián González du Microfinance Information eXchange ; à Deborah Drake et aux autres membres du Council of Microfinance Equity Fund ; à Alex Silva et Brian Busch d'Omtrix ; et à Clay Obrian d'Opportunity International pour leurs commentaires sur le secteur de la microfinance et leur soutien.

Les auteurs restent seuls responsables des opinions exprimées dans cet article et de toute éventuelle inexactitude.

Nous suggérons la citation suivante pour cette *Étude spéciale* :

O'Donohoe, N. P., Rozeira de Mariz, F., Littlefield, E., Reille, X. et Kneiding, C., « Valorisation des IMF : état des lieux ». *Étude spéciale* n° 14. Washington, D.C. : CGAP et J.P. Morgan, janvier 2009.

L'impression et la distribution de cette *Étude spéciale* sont entièrement à la charge du CGAP. Le CGAP n'est pas affilié à J.P. Morgan et n'est pas un courtier/négociant.

J.P. Morgan