

# Le capital-investissement au service du développement de marchés financiers inclusifs

Les capitaux propres employés comme instrument de financement sont un facteur particulièrement important de développement responsable des marchés financiers. La prise de participation au capital des prestataires de services financiers (PSF) et d'autres types d'organismes donne aux institutions de financement du développement (IFD) et aux investisseurs à orientation sociale la réelle possibilité d'intervenir à trois niveaux pour façonner les acteurs du marché et peser à leur tour sur le développement des marchés en stimulant la concurrence, en promouvant l'innovation, en améliorant l'efficacité des marchés, en créant un effet de démonstration qui attire d'autres investisseurs et, au bout du compte, en servant mieux la clientèle (figure 1).

Contrairement aux prêteurs<sup>1</sup>, les investisseurs en fonds propres ont un éventail de choix considérablement plus large de cibles d'investissement au point de départ ou d'« entrée ». La différence entre les coûts d'investissement et les taux d'intérêt et commissions fixés à l'avance avec l'emprunteur représentent la seule marge bénéficiaire des prêteurs, dont les portefeuilles d'investissement se limitent, par conséquent, aux sociétés aux flux de trésorerie plus réguliers. En revanche, des capitaux peuvent être investis dans des start-ups, de jeunes entreprises à revenus relativement faibles au départ, mais à fort potentiel de croissance. La possibilité de rendements plus élevés donne aux investisseurs en fonds propres la latitude de prendre davantage de risques, les fonds perdus sur un investissement pouvant, du moins en théorie, être compensés par les gains sur un autre, du moment qu'ils disposent d'un portefeuille non négligeable.

Les investisseurs influencent aussi ces rendements en participant activement au développement et à la **gouvernance** des entreprises bénéficiant de leurs investissements. Par contre, les prêteurs exercent en règle générale leur influence sur l'emprunteur au moyen d'accords de prêt empêchant certaines activités, ou par l'octroi de prêts qui donnent lieu à

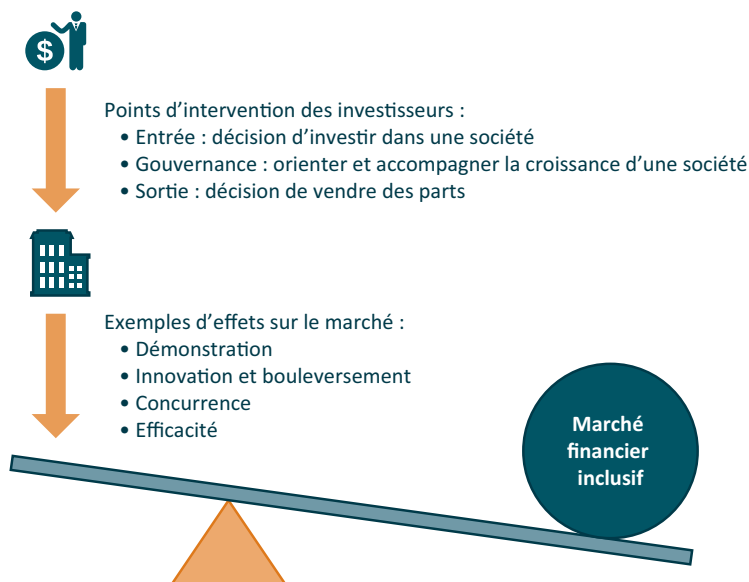
d'autres activités, telles que les crédits aux petites entreprises. Pour autant, l'influence du prêteur ne s'exerce que dans les limites fixées dans l'accord et ne peut être modifiée pendant la durée de vie du prêt, sauf en cas de défaillance de l'emprunteur. Grâce à la gouvernance, les investisseurs ont l'occasion de développer les capacités des entreprises bénéficiant de leurs investissements et de contribuer à l'émergence de la nouvelle génération de leaders dans le marché.

La décision de **sortie** d'un investisseur entraîne un transfert de propriété qui peut modifier la stratégie d'une entreprise et la manière dont les marchés se développent. Ainsi, le nouveau dirigeant pourrait avoir des objectifs de croissance et de rentabilité différents pour le PSF, qui seraient difficiles à concilier avec l'impératif de servir le segment du bas de la pyramide. De même, les perspectives de rentabilité peuvent donner une indication de ce à quoi les acheteurs potentiels devraient s'attendre et du type d'acheteurs qui pourraient être intéressés. En revanche, le remboursement d'un prêt n'a aucune incidence sur la propriété de l'emprunteur ; tout au plus peut-il libérer tout actif produit en garantie. Les dates d'échéance ont aussi une importance très différente selon qu'il s'agit d'un prêt ou d'un investissement en fonds propre. Les prêteurs arrêtent des dates d'échéance fixes, alors que les investisseurs font preuve d'une certaine souplesse en fonction de leurs sources de financement et politiques internes. Ils doivent en outre se montrer patients et essayer de vendre leurs parts une fois leurs objectifs atteints.

Pour maximiser les effets de leur action, les investisseurs devraient davantage mettre l'accent sur la manière de collaborer avec les entreprises bénéficiaires de leurs investissements pour agir d'une façon propice au développement du marché, et utiliser plus efficacement leurs trois points d'intervention (entrée, gouvernance et sortie). Avoir une perspective plus globale du marché ne signifie nullement que les investisseurs doivent sacrifier

<sup>1</sup> La présente note compare à titre illustratif les capitaux propres et les capitaux d'emprunt pour mettre en relief les mérites particuliers de l'investissement en fonds propres. Elle n'entend pas minimiser l'importance de l'emprunt dans le développement des marchés, ni nier l'existence d'un certain nombre de produits hybrides alliant les caractéristiques de ces deux instruments. L'analyse ne porte pas non plus sur le financement sous forme de dons qui, bien qu'étant extrêmement important pour le développement institutionnel, n'est pas une caractéristique unique aux investisseurs en fonds propres.

Figure 1. Points d'intervention de l'investisseur



leurs objectifs d'investissement. Il s'agit davantage pour eux de promouvoir leurs intérêts d'une manière qui profite aussi à l'ensemble du marché. Ainsi, ils pourraient investir dans un PSF de premier plan qui vise un segment de marché jugé trop risqué par les autres. En développant les capacités des cadres de ce PSF et en aidant l'entreprise à conquérir la clientèle à faible revenu, l'investisseur peut contribuer à attirer d'autres acteurs du marché en leur démontrant que ce segment peut être desservi de façon rentable et à grande échelle.

Les investisseurs doivent cerner les causes profondes de l'exclusion financière et les obstacles commerciaux à l'inclusion financière des personnes pauvres pour élargir leur perspective du marché. Cette connaissance devrait fonder le choix de leurs cibles et les aider à déterminer la valeur ajoutée de leurs investissements, notamment la façon dont ils prévoient d'utiliser leurs points d'intervention et de tenir davantage compte de ces obstacles (Roskamp, 2014).

Dans le domaine de l'inclusion financière, la plupart des IFD et des véhicules d'investissement en microfinance

(VIM)<sup>2</sup> adoptent une **approche thématique** de l'investissement en fonds propres. Suivant cette approche, l'investisseur choisit d'intervenir dans une zone géographique et/ou un secteur précis. Les possibilités d'investissement qu'offre le secteur retenu sont examinées et les décisions sont prises sur la base d'un ensemble d'éléments liés à l'équipe, à la concurrence et à la portée géographique. À titre d'exemple, *Caspian Impact Investment Advisers*, une société de gestion de fonds d'investissement privés axée sur les entreprises socialement responsables en Inde, voulait appliquer l'expertise qu'elle avait acquise dans le domaine de la microfinance à d'autres problèmes auxquels étaient confrontées les populations à faible revenu. Elle s'est appuyée sur les connaissances et le travail que FSG (un organisme à but non lucratif, anciennement connu sous le nom de *Monitor Inclusive Markets*, ayant fait des marchés inclusifs son cheval de bataille) a commencé en 2006 pour répondre au manque de logements abordables pour les ménages indiens à faible revenu par le développement d'un marché<sup>3</sup>. Faisant fond sur son expérience du terrain, elle a ainsi identifié une possibilité de développement

2 Selon les directives CGAP de publication de l'information financière relative aux VIM, il s'agit d'entités d'investissement indépendantes spécialisées dans la microfinance dont plus de 50 % des actifs non monétaires y sont investis. Ces entités, qui peuvent regrouper plusieurs investisseurs, sont autogérées ou administrées par une société de gestion des investissements. Les VIM peuvent émettre des actions, des bons et d'autres instruments financiers.

3 MIM, un cabinet-conseil en développement économique, a lancé en 2006 un projet destiné à apporter une réponse stimulée par le marché au manque de logements abordables pour les ménages indiens à faible revenu. Son analyse a mis en évidence la rentabilité de la construction d'appartements pour ce marché.

d'un nouveau marché que les investisseurs n'avaient pas encore envisagée. La création d'un fonds d'inclusion financière a donné à *Caspian* l'occasion d'investir dans un nouveau thème et « d'éprouver » ce marché d'investisseurs et d'entreprises qui, par la suite, s'est mué en un segment de marché populaire intéressant d'autres gestionnaires de fonds. (Pour en savoir plus, voir « *Looking Ahead* »).

**L'investissement fondé sur une thèse** est une approche relativement nouvelle dans le domaine de l'inclusion financière qui consiste, pour l'investisseur, à formuler une base théorique sur un thème particulier. La thèse d'investissement s'articule autour d'un ensemble de problèmes et d'opportunités concrets, d'une vision particulière du monde futur et d'une série de facteurs précis qui doivent être pris en compte pour concrétiser cette vision. L'investisseur essaie ensuite de structurer les activités d'investissement sur la base de cette thèse, soit en recensant les sociétés existantes qui s'intègrent au schéma de la thèse, soit en aidant à créer de nouvelles sociétés qui peuvent tirer parti de l'opportunité identifiée. Ainsi, Omidyar Network (ON) a formulé trois thèses autour de possibles offres de solution en s'appuyant sur une compréhension systémique des obstacles les plus importants à l'inclusion financière : *i*) réduire le coût de l'offre de services aux populations mal desservies dans les marchés émergents en encourageant la dématérialisation de la prestation des services financiers de détail ; *ii*) mettre un terme au coût élevé de l'évaluation du risque lié à des milliards de consommateurs ayant peu ou pas d'antécédents de crédit en utilisant une analyse sophistiquée d'empreintes numériques alternatives ; et *iii*) offrir un ensemble complet de produits et services financiers aux consommateurs non bancarisés et en mal de services financiers en transposant à grande échelle les innovations technologiques. ON a par la suite fait un certain nombre d'investissements, directement et par le biais de fonds, dans des *start-ups* qui développent la prestation de services par la téléphonie mobile dans plusieurs régions.<sup>4</sup>

Alors que l'investissement à impact social continue de s'imposer, les IFD et les investisseurs à vocation sociale ont une occasion unique d'utiliser leur instrument de financement sur fonds propres pour contribuer davantage au développement de marchés financiers inclusifs et produire des effets durables. C'est dans ce contexte que la présente note examine le moyen d'y parvenir en identifiant *i*) les trois points d'intervention de l'investisseur en fonds propres ; *ii*) les difficultés qu'ont les investisseurs à activer efficacement leurs leviers et les solutions envisageables ; et *iii*) les domaines qui appellent un examen plus poussé.

## Les trois points d'intervention de l'investisseur en fonds propres

Cette section examine les trois points au niveau desquels l'investisseur peut intervenir (entrée, gouvernance et sortie) et la manière dont il peut actionner ces leviers pour contribuer au développement du marché ainsi qu'au succès de l'entreprise bénéficiaire de son investissement.

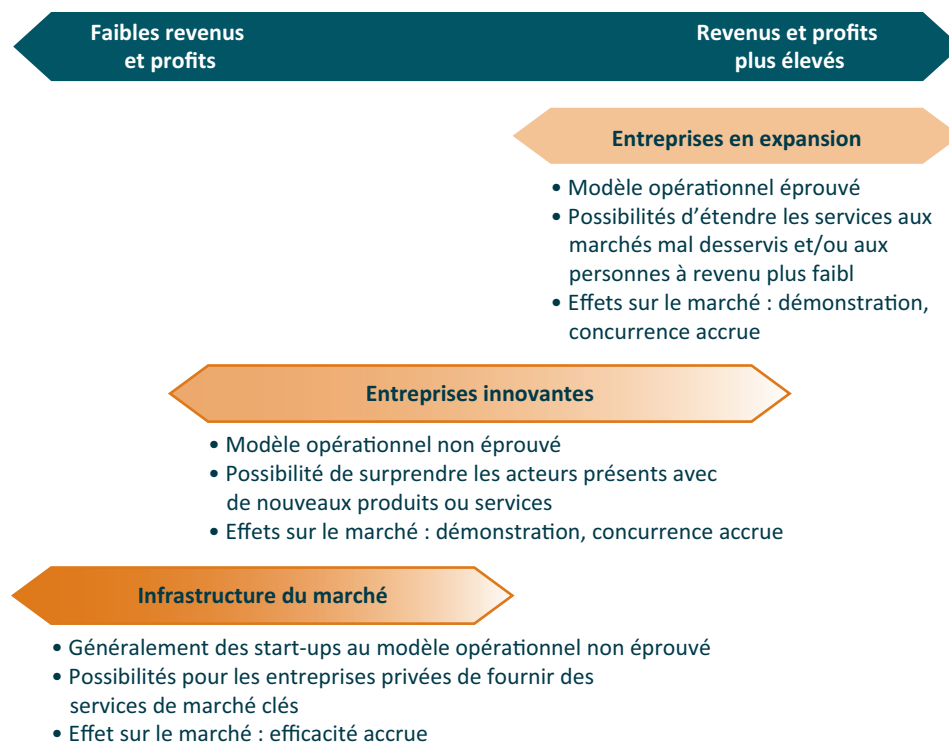
### Entrée : un large éventail d'opportunités d'investissement

La diversité plus grande des potentielles cibles d'investissements offre aux investisseurs la possibilité d'influencer le développement du marché. Les investisseurs peuvent apporter des fonds propres à trois grandes catégories d'entreprises, dont chacune contribue à sa manière à l'évolution des marchés (figure 2).

**1. Les entreprises innovantes.** Il arrive que des individus ou des entreprises créent de nouveaux produits ou services qui surprennent le marché. Bien que leur modèle opérationnel ne soit pas entièrement développé et éprouvé, ces innovateurs ont le pouvoir de bousculer le marché existant ou d'en créer un nouveau. Les

<sup>4</sup> Au-delà des simples institutions, ON entend toucher le secteur tout entier par des investissements directs à but lucratif et des financements non rémunérateurs. ON entreprend de comprendre les obstacles systémiques les plus importants dans chaque secteur dans lequel il investit et formule un ensemble de thèses d'investissement autour de possibles offres de solution. La compréhension qu'a ON de l'inclusion financière au niveau du secteur l'a poussé à adopter une démarche en trois étapes pour *i*) faire des investissements catalytiques dans des entreprises naissantes, utilisant les technologies de pointe, qui peuvent être la vitrine du succès de solutions innovantes fondées sur le marché ; *ii*) promouvoir la diffusion des enseignements et connaissances tirés du secteur pour éclairer les politiques publiques et la conception des produits et des services ; et *iii*) appuyer une réforme pertinente de la réglementation et des politiques publiques qui promeut l'instauration de systèmes financiers plus inclusifs. Certes, de nombreux investisseurs n'ont pas les ressources requises pour faire des dons et appuyer le développement du marché comme le fait ON, mais son approche est une illustration concrète de la façon de prendre en compte le développement du marché en général au moment de décider de tel ou tel investissement particulier.

Figure 2. Éventail d'opportunités d'investissement



Source : Adapté de Matt Bannick et Paula Goodman, "Priming the Pump: The Case for a Sector-Based Approach to Impact Investing," Omidyar Network, septembre 2012.

investisseurs en capital jouent un rôle catalyseur non négligeable en apportant des ressources à ces entreprises innovantes, qui présentent, en principe, des risques trop importants ou dont l'irrégularité des flux de trésorerie ne leur permet pas encore de recourir à l'emprunt. De surcroît, ces jeunes entreprises à effectif réduit ont, très souvent, considérablement besoin de l'appui et de l'expertise que peut leur apporter un investisseur pour traduire les innovations en opérations viables. Les exemples les plus remarquables d'innovateurs dans le secteur financier sont les entreprises prestataires de services financiers numériques qui font appel aux technologies de l'information et de la communication et aux réseaux de distribution.

**2. Les entreprises en expansion.** Les entreprises aguerries sont les mieux placées pour étendre considérablement leurs services aux marchés mal desservis et/ou à la clientèle à faible revenu. Certes, leur démarche en elle-même n'est plus jugée risquée et d'une rentabilité incertaine<sup>5</sup>,

mais l'expansion comporte aussi des risques car elle met à l'épreuve les capacités administratives et opérationnelles ainsi que la demande dans différents segments de marché. Investir dans une entreprise en expansion peut contribuer à l'effet de démonstration et stimuler la concurrence dans les marchés. Les institutions de microfinance (IMF) se sont souvent révélées comme de parfaits exemples de ce type d'entreprise dans le secteur financier.

**3. Les entreprises d'infrastructures de marché.** Un marché inclusif doit reposer sur un certain nombre d'éléments clés, dont une infrastructure qui accompagne et en améliore l'efficacité globale. Dans le secteur financier, cette infrastructure est formée d'une manière générale de plateformes d'information, de centrales des risques, d'agences de notation, de registres des garanties et de plateformes de paiement électronique. En principe, ce sont les politiques publiques et la réglementation qui déterminent qui, du secteur public ou privé, anime l'infrastructure du marché, et très souvent

<sup>5</sup> Les entreprises en expansion sont, en règle générale, des entités ayant mis au point et lancé sur le marché un produit dont la rentabilité est confirmée, et dont les systèmes d'organisation et de gestion leur permettent d'élargir leur offre de services. Ces entreprises présentent moins de risques aux yeux des investisseurs et des perspectives de rentabilité attrayantes.

ce rôle échoit aux acteurs du secteur public et aux ONG. Mais les entreprises privées ont aussi la possibilité d'offrir ces services. Investir dans ces entreprises pourrait contribuer à améliorer l'efficacité de l'ensemble du marché. Il s'agit généralement de jeunes entreprises qui peuvent tirer avantage de l'injection de capitaux ainsi que de l'expertise que les investisseurs peuvent apporter pour lancer leur produit sur le marché. Seulement, investir dans une entreprise d'infrastructures de marché n'en optimise pas toujours automatiquement le développement. Ainsi, une centrale des risques privée qui n'est ouverte qu'aux banques ne sera pas aussi profitable au marché qu'une autre qui serait ouverte à la participation de tous types de prêteurs. L'investisseur peut aussi collaborer avec l'entreprise en lui apportant des orientations stratégiques et son expertise pour s'assurer qu'elle influence positivement le marché.

## Gouvernance : une voix qui compte

Les investisseurs peuvent ajouter de la valeur à leur investissement pendant sa durée de vie en faisant jouer leur droit de propriétaire. Ils influencent directement la gouvernance de l'entreprise en exerçant leurs droits d'actionnaires, notamment celui de désigner un ou plusieurs membres du conseil d'administration. Ces administrateurs arrêtent à leur tour la stratégie de l'entreprise, désignent et supervisent une équipe de gestion qui la met en œuvre. La participation des investisseurs à la gouvernance d'une entreprise et le concours qu'ils apportent à son développement d'une manière générale sont d'une importance singulière pour les entreprises innovantes et les entreprises d'infrastructures de marché qu'ils aident à mettre au point/expérimenter des modèles opérationnels viables<sup>6</sup>.

Le choix minutieux, la participation et l'orientation stratégique des administrateurs de l'entreprise peut avoir un effet sur le développement du marché. Une société dont les administrateurs supervisent efficacement une équipe de gestion ayant des capacités avérées est plus susceptible d'atteindre

ses objectifs. Ces objectifs (développer un modèle opérationnel innovant ou appliquer à plus grande échelle un modèle éprouvé) peuvent affecter le marché en créant un effet de démonstration, en attirant d'autres acteurs, dont de nouveaux investisseurs, et/ou en stimulant la concurrence.

*Caspian Impact Investment Advisers*, par exemple, a fait mieux qu'identifier des entreprises pour ses investissements. En participant activement à la gouvernance de sociétés de financement du logement, *Caspian* a aidé celles-ci à élaborer des modèles opérationnels viables en leur apportant son expertise dans le domaine de la microfinance et du prêt hypothécaire. Plusieurs de ces sociétés ont ainsi pu attirer un deuxième tour de financement de nouveaux investisseurs. *Accion's Venture Lab* (un véhicule d'investissement mondial qui apporte des capitaux initiaux à des start-ups dans le cadre de l'inclusion financière) accompagne les bénéficiaires de ses investissements dans leurs opérations quotidiennes en participant activement à leur gouvernance pour maximiser leurs chances de succès. Sa position privilégiée lui permet aussi de mettre ces entreprises en relation avec ses propres experts techniques et l'ensemble de la communauté de l'inclusion financière.

Pour autant, les effets sur le marché (notamment la démonstration qui ouvre la voie à d'autres intervenants) seront probablement plus perceptibles si les succès (et les échecs) sont bien étayés par des informations pertinentes et largement partagés sur le marché ou sont visibles pour tous les acteurs (encadré 1). La réussite d'une société peut aussi contribuer à la transparence du marché, dans la mesure où la direction et le conseil d'administration acceptent de communiquer des informations sur l'entreprise, ses produits et sa performance financière.

L'efficacité de la gouvernance d'entreprise peut aider à atteindre d'autres objectifs de développement, notamment l'attachement explicite à des pratiques commerciales responsables, qui se traduirait par l'adoption des principes de protection des clients<sup>7</sup>

6 ON note que collaborer avec une entreprise à ses débuts peut s'avérer parfois plus coûteux au plan humain qu'au plan financier (Bannick et Goodman, 2012).

7 Les principes de protection des clients sont les normes minimales auxquelles les clients peuvent s'attendre lorsqu'ils traitent avec une IMF. Pour en savoir plus, rendez-vous sur <http://www.smartcampaign.org/about/smart-microfinance-and-the-client-protection-principles>.

### Encadré 1. Que peuvent faire les investisseurs pour produire un effet de démonstration ?

La démonstration tient une place importante dans le développement des marchés inclusifs et la création d'impact. Elle consiste à éprouver un nouveau modèle opérationnel, un nouveau produit ou tout autre type d'innovation et d'en établir la validité pour inciter d'autres acteurs du marché à adopter un nouveau type de comportement. Les entreprises peuvent en effet avoir un impact sur le marché *i)* en faisant des émules, *ii)* en suscitant la concurrence des entreprises existantes et *iii)* en appelant l'attention sur des lacunes du marché jusque-là passées inaperçues (Kubzansky et Breloff, 2014). Les investisseurs ont ainsi la possibilité de créer un effet de démonstration en apportant des fonds à des entreprises diverses et en collaborant étroitement avec celles-ci.

Pour autant, il ne suffit pas toujours d'un investissement pour qu'une démarche soit validée dans la pratique ou qu'une conception erronée du marché soit corrigée. Souvent, lorsqu'ils ne connaissent pas bien les résultats de cette démarche ou qu'ils ne comprennent pas clairement les raisons de son succès, les autres acteurs seront moins susceptibles d'apprendre, d'adopter de nouvelles pratiques, voire d'améliorer leurs pratiques actuelles.

L'information est essentielle. Les investisseurs d'impact doivent préparer un plan progressif de transfert des connaissances tirées de la démonstration. Pour ce faire, il convient d'abord de définir ce qui est démontré. Il pourrait s'agir de prouver la viabilité d'un produit particulier, d'une démarche précise, d'une structure organisationnelle ou d'une philosophie commerciale, comme la responsabilité dans les relations avec les clients.

Les investisseurs d'impact doivent aussi veiller à retenir les informations pertinentes. Certes, les entreprises produisent, en règle générale, des informations diverses à caractère commercial et sur leurs produits, mais elles ne visent pas nécessairement à établir de manière irréfutable la viabilité d'un produit ou d'une approche. Même les informations financières qui

illustrent la rentabilité d'une société ne sont, le plus souvent, pas suffisamment détaillées pour permettre à une personne extérieure d'examiner ces résultats et de les reproduire.

Il est primordial de partager des données factuelles pertinentes pour montrer que les résultats sont réalisables. Le type d'information variera en fonction des cas, mais l'objectif principal sera généralement de bousculer les idées reçues. Ainsi, pour des acteurs du marché qui considèrent d'une manière générale qu'une clientèle particulière pose des risques d'insolvabilité importants, recevoir des informations sur la qualité du portefeuille de crédit d'une entreprise innovante pourrait corriger ces a priori. Lorsqu'une nouvelle philosophie commerciale destinée à mieux servir les consommateurs (par exemple la primauté du client) est introduite, les résultats des sondages auprès de la clientèle et les données des transactions répétées devraient pouvoir aider à montrer le bien-fondé de la pratique et sa possible rentabilité pour les autres acteurs du marché qui l'adopteraient. Ainsi, les informations à partager portent moins sur la manière d'atteindre les résultats (ce type d'information étant généralement protégé) qu'ils ne visent à prouver que les résultats sont réalisables.

Un autre élément clé de la démonstration est la diffusion active. *Accion's Venture Lab*, par exemple, préfère prendre les devants et partager les histoires des entreprises dans lesquelles il investit, leurs succès, voire leurs échecs. Le personnel ne se borne pas à communiquer l'information ; il contrôle activement le nombre de mentions dans les médias et l'engouement suscité dans le secteur pour évaluer la manière dont l'information est diffusée (Breloff et Khosla, 2014).

Enfin, les investisseurs d'impact devraient déterminer s'il y a eu effet de démonstration. A-t-il été démontré que l'entreprise est capable d'attirer de nouveaux investisseurs ? L'innovation est-elle reprise par d'autres sociétés ? Si non, pourquoi ?

ou des normes universelles de gestion de la performance sociale<sup>8</sup>, importantes dans le secteur de la microfinance.

Les entreprises bénéficiaires d'investissements peuvent aussi contribuer à développer le marché par d'autres moyens qu'en étant florissantes, en aidant par exemple à mettre sur pied ou à diriger des associations

professionnelles, en participant activement aux plateformes d'échange des données ou en contribuant à la recherche et à des études qui produisent des informations utiles sur le marché. Les administrateurs et les actionnaires peuvent encourager la direction de l'entreprise à jouer ces rôles de premier plan, au lieu de les considérer comme une perte de temps et de ressources à consacrer aux fonctions essentielles.

<sup>8</sup> Les normes universelles de gestion de la performance sociale, adoptées par la *Social Performance Task Force*, fixent un ensemble de normes de gestion qui guident les actions de toutes les IMF qui poursuivent un double objectif.

## Sortie : les signaux importants envoyés au marché

La décision d'un investisseur de vendre ses parts et le transfert de propriété qui en résulte peuvent profondément affecter l'avenir d'une entreprise ; la manière dont il se retire peut aussi envoyer des signaux forts aux autres acteurs du marché. Pour une IFD ou un investisseur à vocation sociale, la meilleure sortie est celle qui valide les objectifs de l'investissement : l'investisseur aura atteint ses objectifs financiers et autres et le nouvel acquéreur sera déterminé à poursuivre la mission de l'entreprise. Cette issue heureuse encourage les investisseurs et entrepreneurs qui sont déjà présents sur le marché ou qui aspirent à y pénétrer.

Les investisseurs doivent soigneusement peser quatre grandes décisions stratégiques au moment de se retirer (Rozas, 2014) :

- 1. Quand faut-il vendre :** l'investisseur doit fixer la période et la stratégie de retrait au moment où il décide d'investir. Ces plans et préférences doivent être examinés avec les autres investisseurs et la direction de l'IMF.
- 2. À qui faut-il vendre :** les investisseurs doivent s'appesantir sur deux points importants en passant en revue les potentiels acquéreurs. D'abord, ils doivent déterminer que l'acquéreur partage leur philosophie en tant qu'investisseur et est déterminé à poursuivre la mission de l'entreprise, et qu'on peut compter sur lui pour « maintenir le cap ». Ce point est particulièrement important pour les PSF à forte orientation sociale. Puis, ils doivent examiner la valeur ajoutée qu'il peut apporter à l'entreprise en termes d'orientation stratégique, d'expertise spécialisée et de capital de croissance.
- 3. Selon quels modalités et mécanismes :** le fait d'introduire dans la convention d'actionnaires des dispositions sur la mission de l'entreprise et sa responsabilité sociale peut aider à les codifier et à les renforcer. Toutefois, certains acquéreurs potentiels

peuvent se laisser dissuader par l'important signal qu'enverraient ces dispositions. L'applicabilité légale de telles dispositions varie largement selon les contextes et cette approche ne peut marcher que si la majorité des investisseurs y adhère.

- 4. À quel prix :** les sorties qui ne sont pas rentables ou qui sont considérées comme des échecs à d'autres égards constituent des signaux d'avertissement pour les autres investisseurs. En revanche, les sorties extraordinairement rentables peuvent susciter des attentes irréalistes et attirer une attention médiatique malvenue<sup>9</sup>.

## Les difficultés qu'ont les investisseurs d'impact à activer efficacement leurs leviers

Pour réussir à utiliser leurs investissements pour développer l'ensemble du marché, les investisseurs en fonds propres devront revoir leurs modes opératoires, ce qui peut s'avérer ardu pour certains. Cette section propose une analyse de ces contraintes et explore des pistes de solution.

### Entrée : répondre aux besoins du marché

Jusqu'à présent, la plupart des investisseurs à la recherche d'un impact ont surtout consacré leurs efforts à développer des entreprises en phase d'expansion. Ainsi, 90 % des actifs destinés à l'investissement à impact social sont injectés dans des sociétés ayant dépassé la phase d'amorçage ou qui sont en phase d'expansion (J.P. Morgan, 2014). Le secteur de l'inclusion financière est confronté à la même réalité, le plus gros des financements des IFD et des VIM allant aux PSF qui servent la clientèle à faible revenu et dont les modèles opérationnels ont depuis longtemps fait leurs preuves<sup>10</sup>. En revanche, ils sont de plus en plus nombreux à penser que les entreprises innovantes et les entreprises d'infrastructures de marché sont en mal d'investissements ; elles aussi peuvent pourtant contribuer largement à créer des marchés plus inclusifs<sup>11</sup>.

<sup>9</sup> Les sorties ont aussi un impact très pratique sur les investisseurs, en ce qu'ils doivent en principe évaluer régulièrement leurs investissements pour rendre compte à leurs bailleurs de fonds. Les prix des sorties enregistrés récemment sur le marché ont un rôle important dans le processus d'évaluation.

<sup>10</sup> Il importe de relever qu'il ne suffit pas de comparer simplement les montants des investissements dans les entreprises innovantes, les entreprises d'infrastructures de marché et les entreprises en expansion car, par définition, ces dernières exigent généralement des financements plus importants. Il est en outre impossible de savoir si un accroissement des financements en faveur des entreprises innovantes et des entreprises d'infrastructures de marché se traduirait en réalité par une augmentation du nombre de sociétés florissantes.

<sup>11</sup> Koh, Karamchandani et Katz (2012) reviennent largement sur le sujet.

Les considérations qui fondent la décision d'entrer dans le capital d'une *start-up* (caractérisée par une rentabilité réduite ou des coûts élevés) et l'importance relative que l'investisseur accorde au risque par rapport au rendement sont différentes pour une entreprise en phase d'expansion. Définir le bon modèle opérationnel pour une entreprise d'infrastructures de marché peut s'avérer encore plus difficile en raison du statut de bien public qu'ont souvent ces entreprises, et parce que toutes les formes de service ne sont pas facilement commercialisables. Même si elles sont capables de générer des revenus, elles peuvent ne pas atteindre le seuil de rentabilité et les investisseurs peuvent devoir s'engager sur un long terme. Pour un investisseur, cela signifie accorder moins d'importance aux plus-values réalisées (ce qui est rare).

De surcroît, sélectionner les cibles de ces investissements demande beaucoup d'efforts : sur 1 000 dossiers de candidature examinés, *Accion's Venture Lab* a finalement investi dans 21 sociétés. Le plus souvent, les investisseurs d'impact sont de petites sociétés à effectif réduit, implantées dans des pays développés. Elles sont, par conséquent, généralement plus enclines à se tourner vers les entreprises en expansion.

Cette asymétrie entre les besoins en capitaux nécessaires au développement du marché et l'offre est liée à l'organisation structurelle des investisseurs.

**Le capital-investissement mieux adapté aux investissements d'envergure.** On fait le plus souvent appel à ce modèle pour diversifier les investissements en groupant les fonds de plusieurs investisseurs afin de travailler avec des gestionnaires de fonds expérimentés et se concentrer sur des objectifs d'investissement précis. Dans le domaine de l'inclusion financière, ce modèle est surtout utilisé par les VIM, qui apportent près de 60 % du capital-investissement aux PSF<sup>12</sup>. La structure de rémunération d'un fonds d'investissement consiste en une commission de gestion qui est fonction de

la taille du fonds et d'une formule de partage des bénéfices entre les investisseurs et le gestionnaire du fonds<sup>13</sup>. Par conséquent, il existe de bonnes raisons de former des fonds de grande taille pour un nombre relativement petit d'investissements moins exigeants. Par contre, les entreprises innovantes ou les entreprises d'infrastructures de marché exigent généralement des investissements relativement petits et un accompagnement pratique important. Le capital-investissement n'est donc pas nécessairement le modèle indiqué pour ce type de sociétés.

Des efforts divers sont en cours pour rendre ce modèle plus propice au financement des entreprises naissantes. Pour régler le problème du coût élevé qu'impose le fait de devoir recenser de petites entreprises et travailler avec elles, certains fonds offrent des financements sous forme de dons et des commissions plus conséquentes au gestionnaire. Certains fonds couvrent les risques élevés inhérents à certains investissements en s'assurant que les premières pertes sont garanties par un investisseur ou un bailleur de fonds. On peut aussi envisager de changer la structure de rémunération, bien qu'aucun des fonds couverts par la présente étude n'ait recouru à cette méthode. Ainsi, les commissions des gestionnaires pourraient être accrues, ce qui augmenterait leur budget de fonctionnement et leur permettrait de mieux répondre aux besoins des entreprises naissantes, de s'adapter rapidement à l'évolution incessante du marché et d'attirer des ressources humaines dotées de l'expertise voulue. Au lieu de jouer sur la rémunération des gestionnaires des fonds, on pourrait, à l'instar de certains investisseurs, diviser les bénéfices en deux composantes, financière et sociale (GIIN 2011). Outre qu'elle permet de rémunérer les gestionnaires sur des risques plus élevés, cette démarche a le mérite de focaliser l'attention sur l'objectif de développement du marché. Certaines de ces initiatives pourraient aussi être appliquées à des fonds spécialisés dans les investissements visant à élargir la couverture du marché pour les encourager à prendre des risques, par exemple pour étendre la portée géographique ou

12 Estimations basées sur les données de l'enquête réalisée par le CGAP auprès des bailleurs de fonds (2014) et l'étude de *Symbiotics* sur les VIM (2014).

13 Les commissions de gestion varient entre 1,5 % et 3 % ; celles de 3 % s'appliquent en règle générale aux petits fonds de moins de 50 millions de dollars. En principe, elles baissent de 25 à 50 points de base au terme de la période d'investissement. Quant au partage des bénéfices, la formule est généralement de 80 % pour les investisseurs et 20 % pour le gestionnaire.



élargir l'offre de produits de modèles opérationnels éprouvés.

**Les IFD ont un goût modéré du risque.** En plus de travailler à travers des fonds, les IFD peuvent aussi intervenir directement dans les entreprises. Les IFD (institutions à capitaux publics) ont pour mission d'apporter des capitaux à long terme au secteur privé pour des investissements qui favorisent le développement. Leurs investissements sont les mieux à même de combler les insuffisances des apports privés dues à des risques réels ou à des perceptions.

Dans le domaine de l'inclusion financière, les IFD ont montré que le risque associé au financement des IMF était plus faible qu'on ne l'imaginait, ce qui a permis d'attirer davantage de capitaux privés dans le secteur. Maintenant que les capitaux privés sont là, les IFD semblent bien placées pour combler les lacunes et contribuer à l'accompagnement de la prochaine génération d'entreprises innovantes. Quelques-unes soutiennent l'innovation (notamment les services financiers numériques) par des prises de participation. Elles investissent généralement entre 2 millions et 5 millions de dollars dans des entreprises naissantes/en croissance ayant commencé à faire leurs preuves. Bien qu'elles apportent le plus souvent des capitaux patients, leur structure incitative n'encourage pas une prise de risque plus grande pour investir dans des entreprises naissantes ou en phase de développement. De même, elles ont tendance à injecter des montants élevés, soit par des volumes d'investissement direct importants, soit au moyen de fonds.

Les IFD pourraient élaborer d'autres structures d'investissement mieux adaptées aux besoins des entreprises innovantes. Ces institutions et d'autres grands investisseurs directs pourraient ainsi créer des laboratoires d'investissement dans l'innovation (à l'image d'*Accion Venture Lab*) pour encourager l'expérimentation et promouvoir de nouveaux modèles opérationnels par des investissements et une participation active à la gouvernance. Comparer la performance de ces autres structures d'investissement possibles avec celle des fonds de capital-investissement axés sur l'innovation aiderait les investisseurs à peaufiner les meilleurs modèles de financement de l'innovation.

## **Gouvernance : participer activement et concilier les intérêts**

La plupart des IFD et investisseurs à vocation sociale reconnaissent le pouvoir qu'a la gouvernance de changer les institutions et le marché. Certes, les investisseurs peuvent consacrer des ressources considérables au renforcement des aptitudes techniques des administrateurs, mais même le plus expérimenté peut échouer si les investisseurs n'ont pas créé le cadre idoine pour une gouvernance efficace. De fait, les données récentes dans le domaine de la microfinance donnent à penser que les IFD et les investisseurs à orientation sociale n'usent pas pleinement de cet important levier pour raffermir la gouvernance des PSF (McKee, 2012).

Il est même plus difficile d'intégrer les considérations liées au développement du marché dans le processus de gouvernance que de résoudre, d'une manière plus générale, les problèmes bien connus de la gouvernance d'entreprise. Les actionnaires et les administrateurs doivent s'accorder sur les objectifs, les indicateurs pertinents et la mesure des progrès. Les administrateurs peuvent avoir le plus grand mal à résoudre seuls ces questions si les investisseurs n'ont pas expressément arrêté ensemble des objectifs de développement du marché ou d'autres objectifs et ne peuvent leur donner des orientations claires. Ce peut être particulièrement difficile dans le cas des entreprises en expansion si un nouvel investisseur moins porté sur le développement rejoint un groupe d'actionnaires qui ne partage peut-être pas sa vision de l'institution.

Il convient tout de suite à cet égard de définir le juste milieu entre ce qui est bon pour l'entreprise et ce qui l'est pour le marché ; des décisions importantes doivent être prises sur le volume de temps et de ressources financières à allouer respectivement. Prenons cet exemple de contrainte de gouvernance. Le conseil d'administration décide que le directeur général de la société devrait créer une association professionnelle et la diriger pour contribuer au développement du marché. La décision suscite des questions sur la manière d'estimer les différents coûts sur les activités de la société et les profits qu'elle peut tirer de l'association, afin de pouvoir peser les avantages et les inconvénients d'une telle démarche.

Le conseil doit aussi réfléchir à la manière dont il déterminera si le directeur général a réussi à créer l'association et à ce qu'il ferait en cas d'échec. Il peut être particulièrement difficile pour des administrateurs de s'accorder sur ce type de questions.

La gouvernance est un point d'intervention d'une importance telle que les investisseurs ont tout intérêt à essayer d'arrêter ensemble des objectifs pour l'entreprise et à donner une feuille de route claire au conseil d'administration. Il s'agirait pour eux d'indiquer dans quelle mesure et de quelle manière ils pensent que l'entreprise devrait chercher à contribuer au développement du marché en vue de l'inclusion financière ; ces attentes pourraient aussi être formalisées dans un contrat d'actionnaires, de même que les modalités de communication de l'information sur les initiatives et les résultats en matière d'inclusion financière.

### **Sortie : décider parfois dans des conditions non optimales**

Les sorties peuvent avoir des conséquences énormes sur l'entreprise et le développement du marché, mais c'est pourtant le point d'intervention où l'investisseur voit généralement sa marge de manœuvre réduite. Du point de vue du développement du marché, la meilleure sortie est celle où le nouvel investisseur s'engage à poursuivre la mission de l'entreprise et apporte de nouvelles ressources (financements, expérience et idées) dans la prochaine phase de développement de l'entreprise.

Le plus difficile est de décider du moment de se retirer. Le moment idéal serait lorsque l'investisseur estime avoir atteint ses objectifs, qu'il y a des acheteurs convenables et que les conditions du marché sont telles qu'il peut obtenir un juste prix de sortie. Ces conditions ne sont pas toujours réunies au moment où l'investissement arrive à échéance, ce qui peut conduire à des sorties non optimales pour l'investisseur, l'entreprise et/ou le marché.

La structure du fonds de capital-investissement peut influencer sur la date du retrait. Le plus souvent,

ces fonds prévoient la possibilité de reporter les échéances mais le délai fixé pour la rétrocession des fonds à l'investisseur indique l'échéance maximale de l'investissement. Une échéance qui coïnciderait avec une conjoncture économique difficile compromettrait inévitablement les options de sortie. Les sorties précoces sont tout aussi découragées, même pour les investissements rentables, la structure de rémunération s'appuyant sur les actifs gérés. La question logique est de savoir comment programmer un retrait lorsque les rendements financiers sont satisfaisants et les effets connexes le sont moins, ou inversement.

Les dates d'échéance fixées par de nombreux fonds sont modulables, les investisseurs pouvant prolonger la durée de vie d'un fonds. Mais un fonds qui n'a plus que quelques investissements à gérer verra aussi la commission de gestion diminuer. La structure du fonds pourrait être adaptée pour faciliter la sortie, en fixant des échéances à plus long terme et/ou plus souples pour donner au gestionnaire du fonds plus de temps pour travailler de manière productive avec ses entreprises.

Une autre manière de faciliter la décision de retrait serait de ne plus considérer la rentabilité de l'investissement comme un facteur du retrait mais plutôt comme la possibilité de continuer à percevoir des dividendes. Ceci permettrait de réduire la pression autour de la question du retrait et donnerait aux investisseurs plus de temps pour travailler avec les entreprises, bien que celles-ci aient, partant, moins de possibilités de réinvestir leurs bénéfices au profit de leurs clients<sup>14</sup>.

Au demeurant, même si un investisseur a la possibilité ou la latitude de travailler plus longtemps que prévu avec une entreprise, rester trop longtemps peut avoir pour effet d'éloigner de potentiels nouveaux investisseurs. Pour décider de reporter l'échéance d'un investissement il convient de déterminer avec soin s'il faut privilégier ce qui est nécessaire pour l'entreprise ou encourager l'entrée des investisseurs dans le marché.

Au moment du retrait il est aussi difficile de décider à qui vendre ses parts. Les investisseurs à orientation sociale font en général des efforts remarquables pour garantir leur droit de choisir des acheteurs

<sup>14</sup> Pour la synthèse du projet de recherche en cours sur le recours aux dividendes et à d'autres mécanismes de production de liquidité, voir Callejon et Campbell (2015).

responsables et exigent souvent de ceux-ci de s'engager à accompagner l'entreprise dans sa mission<sup>15</sup>. Pour autant, si le choix d'acheteurs est limité et que l'échéance n'est pas modulable, alors les options de l'investisseur sont tout aussi réduites. L'introduction en bourse est une solution envisageable pour les investissements importants dans les pays où les marchés des titres sont développés, bien que cela arrive rarement. Ce type de sorties pose des problèmes d'un autre genre liés à la dispersion du capital et à l'incidence sur la gouvernance.

Enfin, dans le cas où un investisseur vend à un acheteur qui ne partage pas les objectifs des autres investisseurs, il peut s'avérer difficile de poursuivre la mission initiale de l'entreprise. L'exercice du droit de sortie conjointe<sup>16</sup> peut protéger les investisseurs déjà présents contre la nécessité d'avoir à travailler avec un nouvel investisseur incompatible, mais cela réduit l'effet de démonstration et d'attraction de l'investissement sur le marché. Le droit de préemption<sup>17</sup> peut s'avérer difficilement applicable si le potentiel nouvel investisseur peut offrir plus que tout investisseur déjà présent<sup>18</sup>.

## Perspectives

La possibilité qu'ont les investisseurs à la recherche d'un impact d'actionner leurs leviers de façon à créer des marchés financiers plus inclusifs est intéressante et fait appel à l'expérience qu'ils ont acquise en travaillant avec différentes entreprises. Pour autant, une mise en œuvre efficace exige des efforts supplémentaires pour résoudre les difficultés relevées dans la présente note. Certains domaines précis doivent être visés.

### Coordonner les actions avec d'autres investisseurs et intervenants

Les marchés sont en constante évolution et les investisseurs d'impact n'ont pas forcément les

capacités et la présence matérielle nécessaires pour comprendre et réagir sans tarder aux besoins changeants. Par conséquent, les chances de succès seront d'autant plus grandes que les différents acteurs coordonneront davantage leurs efforts en partageant les informations et en travaillant en étroite collaboration. L'idéal serait qu'ils aient une vue commune des obstacles à l'inclusion financière ainsi qu'une volonté partagée et un plan collectif pour les lever.

Au cas où ce scénario idéal serait inapplicable, l'autre forme de coordination, moins exigeante, mais tout aussi importante, serait le partage de l'information. Elle se ferait par le biais des structures existantes, à savoir les associations professionnelles, les facilitateurs au niveau des pays ou du marché<sup>19</sup>, ou en collaborant étroitement avec d'autres investisseurs d'impact. Un exemple pratique de partage de l'information serait que les investisseurs mettent en commun leurs ressources pour commander une étude de marché. Non seulement les coûts de l'étude s'en trouveraient réduits, mais les investisseurs auraient ainsi une base d'informations commune qu'ils pourraient consulter. Ils pourraient aussi s'engager à partager les informations sur les problèmes rencontrés et les leçons tirées de leurs échecs. Il s'agit certes d'informations sensibles qui doivent être gérées avec prudence, mais les gains pour le développement du marché résultant du partage de l'information pourraient être énormes.

Collaborer avec les régulateurs et les responsables des politiques publiques peut aussi s'avérer très bénéfique pour le développement du marché. Les investisseurs pris individuellement n'ont pas souvent le temps ni les ressources pour agir directement, et leurs efforts dans ce sens peuvent être jugés intéressés, mais la coordination peut les aider à former une opinion commune et à assurer qu'ils partagent leurs expériences pratiques.

15 Il arrive que les acheteurs potentiels soient découragés par le droit de préemption que les investisseurs font quelques fois valoir pour empêcher un autre investisseur de vendre à un acheteur qu'ils n'agrèent pas. De telles dispositions contractuelles peuvent involontairement avoir pour effet de décourager des acheteurs intéressants (et d'autres qui le sont moins) qui ne souhaitent pas subir tout le processus de diligence raisonnable et de négociation pour apprendre au bout du compte que certains investisseurs présents exerceront leur droit de préemption.

16 Le droit de sortie conjointe confère à un investisseur minoritaire le droit de participer à la transaction et de vendre ses parts en même temps que l'investisseur majoritaire qui se retire.

17 Le droit de préemption permet aux investisseurs présents d'acquérir les parts vendues avant tout tiers.

18 La question de la structure de rémunération (généralement liée au prix de vente final) des conseillers en placement, qui gèrent le processus de sortie, mérite un examen plus approfondi. Cette structure pousse clairement le conseiller à privilégier le prix aux dépens, peut-être, d'autres facteurs, même si le prix n'est pas la préoccupation première du vendeur.

19 Un acteur indépendant proche du marché et qui peut donc en suivre les évolutions en continu.

On l'a dit plus haut, *Caspian Impact Investment Advisers* s'est appuyé sur le travail commencé en 2006 par FSG/MIM pour tester le marché indien des logements sociaux. FSG/MIM a travaillé en étroite collaboration avec des intervenants clés (bailleurs de fonds, investisseurs et plus de 600 promoteurs immobiliers) pour développer et promouvoir le concept<sup>20</sup>. Avec un intérêt croissant, FSG/MIM a aidé le premier promoteur à démarrer, notamment en lui prêtant son concours dans le choix du site et en incubant un organisme de prêts hypothécaires à faible coût. Parallèlement, *Caspian* a levé des fonds pour investir dans le secteur par le biais du Fonds indien pour l'inclusion financière. Il a fait de nombreux investissements (y compris dans la société incubée par FSG/MIM) pour octroyer des prêts hypothécaires aux petits emprunteurs et a activement participé à la gouvernance. FSG/MIM a par la suite collaboré avec les pouvoirs publics sur les politiques de logement et la publication de rapports sur l'état des lieux du secteur afin de partager les informations y relatives ; *Caspian* a régulièrement participé à l'élaboration de ces rapports et partagé ses vues sur les politiques en matière de logements sociaux. Les efforts menés par FSG/MIM, *Caspian*, et d'autres pour développer le marché du logement abordable en Inde ont porté des fruits. Plus de 80 000 logements ont été achetés en Inde par des personnes à faible revenu. Non seulement plusieurs des entreprises dans lesquelles *Caspian* a investi ont attiré une deuxième vague de financements de nouveaux investisseurs, mais le financement du logement abordable est maintenant considéré en Inde comme un marché porteur.

### **Collaborer pour renforcer l'infrastructure du marché**

Certes, l'investissement dans l'infrastructure peut s'avérer difficile pour de nombreux investisseurs d'impact en raison de ses caractéristiques

particulières, mais l'infrastructure du marché est une composante trop importante du secteur pour être ignorée. Ceux qui ne peuvent pas investir directement doivent s'assurer par d'autres moyens que l'infrastructure adéquate est créée.

Ils pourraient pour ce faire collaborer avec les associations professionnelles pour recenser les besoins en infrastructure et porter ceux-ci à l'attention des acteurs voulus. Les IFD pourraient s'inspirer de l'exemple de la Société financière internationale (IFC), qui a encouragé le développement des centrales des risques et des registres des garanties grâce à son plaidoyer, ses financements sous forme de dons et son expertise<sup>21</sup>. Les investisseurs peuvent aussi collaborer avec des prestataires particuliers pour assurer que leurs services répondent mieux aux besoins et que ces prestataires peuvent monétiser leur offre.

### **Élaborer des indicateurs de développement du marché**

L'un des aspects les plus difficiles de l'intégration des objectifs de développement du marché dans les stratégies d'investissement en fonds propres est la mesure de l'impact. Les investisseurs d'impact doivent définir clairement l'effet recherché sur le marché, mais aussi la façon de mesurer cet effet et de l'analyser de manière à déterminer si une décision d'investissement précise a véritablement contribué à l'objectif de développement du marché (encadré 2).

Si l'on en juge par la difficulté à mesurer l'impact des entreprises isolément, évaluer l'impact au niveau du marché s'avère plus complexe. Toutefois, des efforts sont entrepris pour définir des principes et normes d'évaluation plus larges au niveau du marché, et les investisseurs peuvent bénéficier de ce processus et y contribuer<sup>22</sup>.

20 Koh, Hedge et Karamchandani (2014) reviennent sur le travail de FSG/MIM.

21 Pour en savoir plus sur le programme de l'IFC sur les centrales des risques, rendez-vous sur [http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/REGION\\_\\_EXT\\_Content/Regions/Sub-Saharan+Africa/Advisory+Services/AccessFinance/Credit+Bureaus+Program/](http://www.ifc.org/wps/wcm/connect/REGION__EXT_Content/Regions/Sub-Saharan+Africa/Advisory+Services/AccessFinance/Credit+Bureaus+Program/)

22 Le CGAP collabore à l'heure actuelle avec les bailleurs de fonds et les experts du secteur pour préparer des mécanismes novateurs et plus complets de mesure du développement du marché inclusif. Pour en savoir plus, rendez-vous sur <http://www.cgap.org/topics/impact-and-measurement>.

## Encadré 2. Surveiller les effets indirects

Les investisseurs d'impact privilégient la mesure de l'impact de leurs investissements en matière de développement aux fins de reddition des comptes et de suivi de l'évolution. Des caps importants ont été franchis récemment avec la définition d'indicateurs de la performance sociale (Normes sur l'investissement et l'information d'impact, Système mondial de notation des investissements à impact social, Indicateurs de performance sociale pour les institutions de microfinance, etc.). Les investisseurs peuvent rendre compte de l'impact social direct des entreprises dans lesquelles ils investissent, comme le nombre de femmes ou de ménages à faible revenu desservis par ces entreprises.

Pourtant, un autre type d'impact sur le développement demande que les investisseurs s'y intéressent davantage : les impacts indirects des entreprises qui peuvent avoir des répercussions sur le marché. Kubzansky et Breloff (2014) en ont identifié trois : *i*) faire des émules, *ii*) susciter la concurrence des entreprises existantes et *iii*) appeler l'attention sur des lacunes du marché jusque-là passées inaperçues.

Le problème que posent ces effets indirects est qu'ils sont très souvent imprévisibles et difficiles à percevoir même après les faits. Mais lorsqu'ils peuvent être identifiés, ils peuvent aussi donner l'occasion de générer des connaissances dont le

marché peut tirer avantage et qui peuvent avoir un effet d'entraînement.

À l'heure actuelle, *Accion Venture Lab* expérimente plusieurs approches pour suivre les impacts indirects de ses investissements dans les *start-ups* et produire des informations afin de contribuer au dialogue sectoriel sur le sujet. Ces approches sont les suivantes:

- **Définir d'autres voies pour le passage à l'échelle**, en mettant en relief le rôle du pionnier dans une démarche à l'issue concluante.
- **Faire des efforts pour communiquer et surveiller le « buzz »** afin de mesurer le niveau de sensibilisation et d'influence.
- **Mettre l'accent à la fois sur le secteur et l'entreprise**, en mesurant les résultats au niveau du secteur, outre ceux au niveau de l'entreprise, et en posant les fondements pour comprendre les liens pouvant exister entre les deux.
- **Accepter différentes données à différents niveaux d'innovation**, parce que l'impact sera manifesté de différentes manières au cours des phases de la vie d'un projet : ainsi une *start-up* qui passerait d'une clientèle de 0 à 1 000 individus donnerait à penser qu'elle a eu un impact plus sensible qu'une entreprise plus développée qui enregistrerait 1 000 clients de plus.

Sources: Kubzansky et Breloff (2014) ainsi que Breloff et Khosla (2014).

## Entités et organismes interrogés

Accion's Frontier Investments Group  
Accion's Frontier Investments Group  
Grassroots Capital Management  
Omidyar Network  
Société financière internationale (IFC)  
Régie américaine pour les investissements privés à l'étranger (OPIC)

## Bibliographie

Bannick, Matt, et Paula Goodman. 2012. "Priming the Pump: The Case for a Sector-Based Approach to Impact Investing." Washington: Omidyar Network, septembre.

Breloff, Paul, et Rishabh Khosla. 2014. "Measuring the Indirect Impact of Market Innovators." *Stanford Social Innovation Review*, 4 mars.

Burjorjee, Deena, et Barbara Scola. 2016. "A Market Systems Approach to Financial Inclusion: Guidelines for Funders." Washington: CGAP, septembre.

Burnham, Bill. 2005. "Deal Flow Is Dead, Long Live Thesis Driven Investing." *Burnham's Beat* blog, 25 mai. [www.billburnham.blobs.com](http://www.billburnham.blobs.com).

De Callejon, Diana Propper, et Bruce Campbell. "Innovative Deal Structures for Impact Investments." [www.bluedotlaw.com/wp-content/uploads/2015/08/ProjectSummaryApril2015.pdf](http://www.bluedotlaw.com/wp-content/uploads/2015/08/ProjectSummaryApril2015.pdf).

El-Zoghbi, Mayada, et Kate Lauer. 2013. "Facilitating Market Development to Advance Financial Inclusion." *Focus 86*. Washington: CGAP, octobre.

GIIN (Global Impact Investing Network). 2011. "Impact-Based Incentive Structures: Aligning Fund Manager Compensation with Social and Environmental Performance." Décembre.

J.P. Morgan. 2014. "Spotlight on the Market: The Impact Investor Survey." New York: J.P. Morgan, 2 mai.

Koh, Harvey, Ashish Karamchandani, et Robert Katz. 2012. "From Blueprint to Scale: The Case for Philanthropy in Impact Investing." Groupe de suivi en collaboration avec Acumen Fund, avril.

Koh, Harvey, Ashish Karamchandani, et Robert Katz. 2014. "Beyond the Pioneer: Getting Inclusive Industries to Scale." Deloitte Touche Tohmatsu India Private Limited, avril.

Kubzansky, Mike, et Paul Breloff. 2014. "On Innovators and Pinballs." *Stanford Social Innovation Review*, 3 septembre.

McKee, Katharine. 2012. Promouvoir le double objectif de résultat : une participation active des investisseurs à la gouvernance de la microfinance Focus 79. Washington : CGAP, mai.

Roskamp, David. 2014. "Typology of Venture Investing." 17 novembre. [www.drosskamp.com](http://www.drosskamp.com).

Rozas, Daniel. 2014. "The Art of the Responsible Exit in Microfinance Equity Sales." Forum 9. Washington : CGAP et Center for Financial Inclusion.

Shahnaz, Durreen, Robert Kraybill, et Lester M. Salamon. 2014. "Social and Environmental Exchanges." In Lester M. Salamon, ed. *New Frontiers of Philanthropy : A Guide to the New Tools and Actors Reshaping Global Philanthropy and Social Investing*. New York: Oxford University Press.



Please share this Focus Note with your colleagues or request extra copies of this paper or others in this series.

CGAP welcomes your comments on this paper.

All CGAP publications are available on the CGAP Web site at [www.cgap.org](http://www.cgap.org).

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

Tel: 202-473-9594  
Fax: 202-522-3744

Email:  
[cgap@worldbank.org](mailto:cgap@worldbank.org)  
© CGAP, 2016

L'auteur de la présente note est Estelle Lahaye, qui voudrait remercier Gail Buyske, sa partenaire de réflexion, pour son importante contribution à la rédaction de cette note et son appui tout au long du projet. L'auteur remercie le personnel de l'IFC, Accion's Frontier Investments Group et Venture Lab, OPIC, Omidyar Network, et

Grassroots Capital Management qui ont partagé leurs expériences et leurs idées. Elle remercie aussi les collègues ci-après qui ont relu la note et y ont apporté leur précieux concours : Mayada El-Zoghbi, Frederik Jan van den Bosch, Deborah Drake, Louise Moretto, Kate McKee, Olga Tomilova, Erin Scronce, Anna Nunan, et Barbara Scola.

Recommandation pour la citation de la présente note :

Lahaye, Estelle. 2016. Le capital-investissement au service du développement de marchés financiers inclusifs Focus 104. Washington : CGAP, mars.

ISBN 978-1-62696-076-3

