

PARADOXES ET DÉFIS DE LA MICROFINANCE : UNE INDUSTRIE QUI RÉSISTE À LA CRISE, UNE NOUVELLE CLASSE D'ACTIFS

BERNARD COUPEZ*
EMMANUEL DE LUTZEL**
XAVIER REILLE***

Depuis une trentaine d'années, la microfinance est devenue une véritable industrie. L'Année du Microcrédit en 2005 et le Prix Nobel de la Paix attribué en 2006 à Muhammad Yunus, et à la Grameen Bank, ont donné à la microfinance une popularité certaine auprès du grand public, et provoqué un intérêt croissant de la part des banques et des sociétés de gestion d'actifs.

La microfinance représente deux paradoxes majeurs : d'une part, c'est un modèle économique qui est aussi loin de la charité à fonds perdu que du capitalisme classique, et qui contredit l'adage « on ne prête qu'aux riches ». D'autre part, alors que la

microfinance est destinée à financer les pauvres, les fonds de microfinance, pour des raisons réglementaires, sont essentiellement accessibles aux clients fortunés et institutionnels.

La crise financière et sociale actuelle confronte la microfinance à un certain nombre de défis. Après une croissance annuelle récurrente du secteur de l'ordre de 30 % depuis plus de dix ans, des nuages apparaissent à l'horizon : montée du risque sur les micro-emprunteurs, risque de change et de liquidité des institutions de microfinance, concurrence entre institutions de microfinance pouvant conduire à des situations de surendettement des emprunteurs.

* Responsable veille réglementaire, BNP Paribas Investment Partners.

** Responsable Microfinance Groupe BNP Paribas.

*** Expert Microfinance.

Malgré la solidité de son modèle économique et l'appétit du grand public, des obstacles institutionnels freinent la distribution des fonds de microfinance en Europe, avec les exceptions notables du Luxembourg, de la Suisse et des Pays Bas. Confrontée en permanence à un risque d'instrumentalisation et à des dérives déontologiques, la microfinance doit plus que jamais revenir à ses principes fondateurs.

Avec 20 à 50 millions de chômeurs de plus dans le monde en 2009 selon le BIT, la microfinance peut constituer un élément de solution à la crise. En Europe et aux États-Unis, la microfinance reste encore une idée neuve qui devrait de plus en plus être intégrée comme un élément de politique économique et sociale.

DÉFINITIONS ET HISTORIQUE

La microfinance, une industrie qui touche plus de 150 millions d'emprunteurs

La microfinance concerne l'inclusion des pauvres et des exclus dans les circuits financiers

D'après la Banque Mondiale (2008), les pauvres dans le monde représentaient 1,4 milliards de personnes avec un revenu inférieur à 1,25 dollar par jour, et 2,6 milliards pour le seuil de moins de 2 dollars par jour, c'est-à-dire respectivement 25 % et 32 % du total de la population mondiale. D'autres estimations (CK Prahalad,

The Fortune at the Bottom of the Pyramid, 2005) estiment le nombre de pauvres dans le monde à quatre milliards d'individus. Dans l'Union Européenne, ce sont 75 millions de personnes qui sont qualifiées de pauvres, soit 16 % de la population, selon la définition Eurostat, des personnes vivant avec un revenu inférieur à 60 % du revenu médian d'un pays.

Dans les pays du Nord, 95 à 98 % de la population est bancarisée. Ce chiffre tombe à 30 % en Inde, et tourne autour de 10 % en Afrique. Un rapport récent de la Banque Mondiale (2009) révèle que le nombre de comptes bancaires atteint 35 pour mille personnes adultes au Rwanda ou à Madagascar, et moins de 10 en République du Congo ou au Tchad.

La microfinance s'inscrit dans un contexte d'inclusion de ces personnes aujourd'hui exclues des circuits bancaires

Le microcrédit est un des plus importants éléments de la microfinance mais n'est pas le seul. Le microcrédit consiste en l'attribution de prêts de faible montant à des entrepreneurs et des artisans qui ne peuvent accéder à des prêts bancaires classiques. Dans les pays du Sud, les montants prêtés sont de l'ordre de 50 à 500 euros, alors qu'en Europe le montant du prêt moyen est en moyenne de 11 000 euros. Le microcrédit est par définition entrepreneurial, c'est-à-dire générateur de revenus à partir d'une activité économique. Une nouvelle forme de microcrédit commence à apparaître en Europe, le microcrédit personnel (par exemple le financement du permis de

conduire) qui a un rôle d'inclusion économique et sociale, mais sans être générateur directement de revenus.

Les autres activités de la microfinance sont :

- la micro-épargne : souvent le premier service de microfinance, mais toutes les institutions ne sont pas habilitées à collecter l'épargne (Inde par exemple) ;
- les transferts : 200 millions de migrants du Sud vivent dans des pays du Nord, et transfèrent chaque année à leur famille environ 300 milliards de dollars ;
- la micro-assurance, une activité en plein développement fondée sur des partenariats entre sociétés d'assurance et institutions de microfinance.

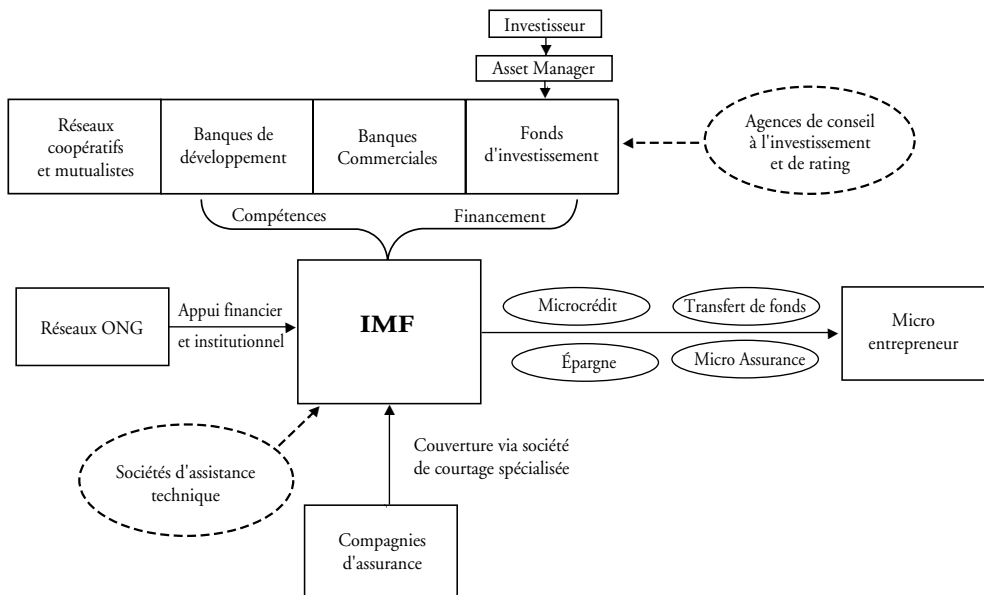
La microfinance est un concept contemporain avec des racines anciennes. Les ancêtres de la microfi-

nance furent les moines franciscains avec le développement des Monts de Piété en Italie à la fin du XV^{ème} siècle. Ce développement fut l'occasion d'un débat théologique d'une cinquantaine d'années concernant l'interdiction par l'Église de prêter avec intérêt. Ce débat fut tranché par le Pape Léon X (un Médicis) et le concile de Latran en 1515 en faveur d'un taux d'intérêt à condition qu'il soit raisonnable.

Trois siècles plus tard, en décembre 1849, Friedrich Wilhelm Raiffeisen, crée en Allemagne, la « société de secours pour les agriculteurs impécunieux de Flammersfeld », première coopérative de crédit permettant aux paysans de surmonter des périodes de famine.

Fin 2007, la microfinance touchait 155 millions d'emprunteurs par l'intermédiaire de 3 500 institutions

Schéma 1
Présentation des liens entre les différents acteurs



répertoriées par le sommet du Micro-crédit. En trente ans, elle est devenue une véritable industrie aux contours incertains, puisque le nombre même des institutions est généralement estimé à 10 000. Le terme générique d'institutions de microfinance couvre des réalités très variées : souvent ONG ou coopératives d'épargne et de crédit à l'origine, elles évoluent vers le statut d'institutions financières pour devenir des banques de plein exercice.

Les six vagues d'investissement dans la microfinance

Depuis les années 70, la microfinance a connu six vagues d'investissement avec des acteurs très différents allant de l'actionariat militant aux fonds de retraites américains... Ces différents groupes d'investisseurs ont profondément influencé le développement de l'industrie de la microfinance.

La première vague

La première vague concerne les fonds solidaires apparus dans les années 70 qui sont les véritables pionniers de l'investissement responsable, avec des ONG comme Accion/Profund, ou des organisations d'église, comme SIDI, filiale microfinance du Comité Catholique contre la Faim et pour le Développement (CCFD) ou Oikocredit lié au Conseil Œcuménique des Églises. Ces fonds à but non lucratif visent à promouvoir un développement solidaire entre le Nord et le Sud en favorisant la création de petites entreprises. Ces fonds sont souscrits par des petits épargnants à travers les réseaux des

milieux associatifs et d'église. Leur encours peut être considérable, comme Oikocredit qui a aujourd'hui plus de 330 millions d'euros d'actifs.

La deuxième vague

Une deuxième vague commence dans les années 90 avec l'implication des Institutions financières internationales, qui ont aujourd'hui un portefeuille de microfinance évalué à 4 milliards de dollars. Les institutions les plus impliquées dans la microfinance sont la Société Financière Internationale (groupe Banque Mondiale) avec un portefeuille fin 2008 de l'ordre de 600 millions d'euros, le KfW (Kreditanstalt für Wiederaufbau) allemand avec plus d'un milliard d'euros, et le FMO hollandais avec 280 millions d'euros. Ces organisations ont pris le relais des organisations caritatives en offrant des prêts parfois subventionnés et des prises de participation en capital à des institutions de microfinance déjà viables. Elles sont aussi à l'origine de la création de nouvelles institutions de microfinance en association avec des ONG et des opérateurs confirmés, et appuient la création de holdings tels que Procredit en Allemagne ou Microcred / PlaNet Finance ou Advans / Horus en France. Ces organisations appliquent les concepts de McDonald's à la microfinance : abaissement des coûts par la standardisation des *process* et par la simplification des produits.

La troisième vague

La troisième vague d'investissement est apparue dans les années 2000 avec la création de fonds d'investissement

réglementés et spécialisés sur la microfinance drainant l'investissement du Nord vers les pays du Sud. Il existe aujourd'hui 104 fonds avec un montant d'actifs estimé à 7 milliards de dollars (5 milliards d'euros) fin 2008. Un des fonds pionniers est Dexia Microcredit Fund créé en 1998 et géré par la société suisse de gestion d'actifs Blue Orchard, avec un total d'actifs fin 2008 de 307 millions d'euros. Les autres fonds importants sont EFSE (European Fund for South East Europe), un fonds institutionnel allemand de 550 millions d'euros, Responsibility Global Microfinance Fund (271 millions d'euros), un fonds de droit luxembourgeois géré par la société suisse responsAbility, et distribué par Crédit Suisse et d'autres banques euro-péennes, et le fonds hollandais SNS Microfinance Fund (158 millions d'euros).

La quatrième vague

La quatrième vague concerne les banques commerciales internationales. L'année du microcrédit en 2005, le prix de Nobel de la paix attribué à M. Yunus en 2006 et la solidité du modèle économique de la microfinance ont attiré les banques commerciales, souvent dans une perspective de responsabilité sociale. Citigroup, très active dès les années 70 par l'intermédiaire de sa Fondation, a commencé à partir de 2003 à considérer les institutions de microfinance comme des partenaires bancaires et finance aujourd'hui 65 institutions dans 35 pays. Une vingtaine de banques dans le monde sont impliquées dans la microfinance internationale avec des

unités spécialisées, dont cinq en France : BNP Paribas, Société Générale, Crédit agricole, Crédit mutuel, Crédit Coopératif. Les banques contribuent à la professionnalisation du secteur non pas en intervention directe mais en apportant du financement (dette, capitaux propres, garanties) ou de l'expertise.

La cinquième vague

Les investisseurs institutionnels constituent la cinquième vague. En effet, la microfinance s'est trouvée à la confluence de trois stratégies d'investissement particulièrement porteuses avant la crise : l'investissement socialement responsable (ISR) qui est en développement croissant, les pays émergents et les classes d'actifs alternatives supposées être décorrélatées des marchés financiers. Les institutionnels investissent principalement en dette dans des instruments à faible risque dans les fonds réglementés. Des fonds de retraite ont fait des allocations en microfinance de plus de 100 millions de dollars dans le cadre de leur politique ISR. Ainsi, TIAA CREF, l'un des plus importants fonds de retraite américain qui gère 400 milliards de dollars a fait le premier pas en 2007 par un investissement dans la société holding Procredit. Il a été suivi en 2008 par le fonds de retraite géant PGGM, et ABP aux Pays-Bas (+ 150 millions d'euros investis dans la microfinance pour un total d'actifs gérés de 215 milliards d'euros). Ces fonds investissent pour la plupart en capitaux propres et par l'intermédiaire des véhicules de microfinance (MIV), car la faible taille des IMF et leur

manque d'expertise dans ce secteur ne leur permettent pas d'investir directement.

La sixième vague

La sixième vague est l'émergence des réseaux sociaux, de plates-formes internet comme Kiva aux États-Unis (2005) ou Babyloan en France (2008) permettant d'établir des liens directs *peer to peer* entre un épargnant du Nord et un entrepreneur du Sud sans l'intermédiation d'un fonds. Notamment grâce au soutien de l'ancien Président Clinton, la plate-forme Kiva connaît un succès considérable, avec un total de prêts de 53 millions de dollars levés en décembre 2008 levés auprès de 380 000 prêteurs.

Ces six formes d'investissement coexistent aujourd'hui. Une industrie spécialisée dans cette classe d'actif est en train d'émerger avec ses agences de *ratings* spécialisées et ses sociétés de gestion d'actifs avec tous les services annexes : conservation de titres, fiscalistes, juristes...

LES FONDS DE MICROFINANCE, UNE NOUVELLE CLASSE D'ACTIFS

Focus sur le marché des fonds de microfinance

Plus de la moitié de l'investissement Nord-Sud en microfinance est gérée par des fonds dédiés appelés VIM (véhicules d'investissement en microfinance). Ceux-ci sont investis exclu-

sivement dans les pays émergents, dans la mesure où la microfinance est encore embryonnaire en Europe et aux États-Unis.

Il existe aujourd'hui plus de 104 VIM avec un total d'actifs en gestion estimé par CGAP à 7 milliards de dollars fin 2008. La croissance des VIM est sans précédent dans l'investissement socialement responsable. En quatre ans, les actifs en gestion ont été multipliés par quatre et devraient atteindre 9 milliards de dollars fin 2009 malgré la crise financière.

Selon l'étude 2008 du CGAP¹ sur les VIM, les investisseurs institutionnels, fonds d'investissement, sociétés d'assurance et fonds de pension sont aujourd'hui les premiers souscripteurs des VIM avec une part de marché estimée à 40 %. La présence d'investisseurs institutionnels reconnus comme TIAA CREF or ABP est le signe de la professionnalisation des VIM et d'une certaine maturité du secteur.

La base des investisseurs particuliers représente 30 % des encours en gestion. Elle est en forte croissance en Europe avec des fonds comme Responsibility Global Microfinance Fund commercialisé par de nombreuses banques européennes, dont la valeur d'actif est passée en 2008 de 193 millions à 377 millions de dollars ; ou encore le fonds Dexia Microcredit Fund géré par Blue Orchard, qui a progressé en 2008 de 306 à 428 millions de dollars. Ces fonds de dette visent et atteignent un rendement légèrement supérieur au marché monétaire, respectivement 6.44 % pour ResponsAbility et 5.31 % pour Blue Orchard en 2008 (en dollars).

Par contre, les institutions finan-

Tableau 1
Présentation des 10 principaux fonds de microfinance dans le monde, qui sont tous européens :
cinq Luxembourgeois, quatre Néerlandais et un allemand. Il est intéressant de noter l'absence de la France
et de la Grande-Bretagne dans ce palmarès.

| Nom | Pays | | Création | Catégorie et type de clientèle | Total Actif M€ | Pf | | Nbre Pays | Nbre IMF |
|-------------------------------|--------|---------|----------|--------------------------------------|----------------|--------------|----------|-----------|----------|
| | Immat. | Gestion | | | | Microfinance | Total M€ | | |
| EFSE EUR Fund | Lux | All | 2005 | Dette et Equity-Institutionnels | 529 | 229 | 229 | 10 | 28 |
| PROCREDIT Holding | All | All | 1998 | Holding | 333 | 333 | 333 | 21 | 21 |
| OIKOCREDIT | NL | NL | 1975 | Fonds solidaire-grand public | 476 | 287 | 287 | > 65 | 480 |
| DEXIA MC FUND | Lux | SW | 1998 | Dette-grand public | 436 | 341 | 341 | 30 | 97 |
| Responsability Global MF Fund | Lux | SW | 2003 | Dette et equity (10%) - grand public | 267 | 202 | 202 | 43 | 182 |
| SNS Inst, MF Fund 1 | NL | USA | 2007 | Dette et equity (30%) - grand public | 172 | 157 | 157 | 29 | 72 |
| Responsability leader | Lux | SW | 2006 | Dette et equity - Clientèle privée | 142 | 113 | 113 | 44 | 123 |
| SNS Inst, MF Fund 2 | NL | USA | 2008 | Dette et equity (30%) - grand public | 23 | 11 | 11 | 5 | 7 |
| ASN Novib Fund | NL | NL | 1999 | Fonds Solidaire - grand public | 86 | 72 | 72 | 23 | 54 |
| Blue Orchard LD2 | Lux | SW | 2007 | CDO-Institutionnels | 110 | 107 | 107 | 11 | 20 |

(Chiffres 2008, excepté Procredit - 2007).

cières internationales qui ont été à l'origine de nombreux fonds ne contribuent aujourd'hui qu'à 19 % des actifs en gestion. Les IFI ont été pendant longtemps la première source de financement des MIV mais leur part de marché a décliné de 40 % à 19 % des actifs en gestion en l'espace de 5 ans.

De manière synthétique, on peut distinguer trois types principaux de MIV :

- les fonds de dette : une vingtaine de fonds de dette pour un encours total de 2,6 milliards de dollars². Ces fonds de dette sont pour la plupart enregistrés en Europe et plus précisément au Luxembourg, sous la forme d'OPCVM dit partie 2, référence à la loi luxembourgeoise de 2002 qui crée un cadre juridique souple pour des investissements dans des entreprises non cotées. Ces fonds sont réservés aux investisseurs avertis, mais le fonds Responsibility en Suisse et les fonds Triodos aux Pays-Bas ont reçu les agréments des autorités de tutelle nationales pour être commercialisés auprès des particuliers de leurs pays. À ce jour, aucun fonds de microfinance n'a obtenu un passeport européen ;

- les véhicules de *private equity* : 15 fonds spécialisés dans l'investissement en capital avec un montant total d'actif d'un milliard de dollars. On distingue deux types principaux, d'une part les fonds d'investissement purs comme Africap et, d'autre part, les holdings qui prennent des participations majoritaires pour développer un

réseau international de banques de microfinance (par exemple Procredit et ses 22 institutions de microfinance) ;

- les fonds structurés : des opérations de titrisation se sont développées de 2003 à 2007. Ces opérations visent à titriser un panier de prêts à des IMF réputées dans des véhicules spécialisés offrant aux investisseurs 3 ou 4 classes de produits d'investissement (typiquement *equity*, *mezzanine*, *junior*, *senior*). Ces structures offrent une diversification importante et un profil rendement/risque attractif pour les classes juniors et seniors. On compte 8 produits structurés avec un encours total (toutes classes confondues) de 510 millions de dollars. Aucune opération de titrisation n'a été réalisée en 2008 suite à la perte de faveur de ce type d'instruments.

La place de la France

La place de la France dans les fonds de microfinance est plus que réduite, dans la mesure où seuls des fonds dilués (10 % de microfinance) peuvent être proposés au grand public, et que les véhicules de microfinance sont réservés à des investisseurs qualifiés. Par rapport aux 5 milliards d'euros investis dans des véhicules de microfinance internationale, les fonds français représentent 153 millions d'euros, soit 3 % du total mondial, et 43 millions d'euros (0,9 %) en considérant la part microfinance dans le total de l'actif.

Tableau 2
Présentation des principaux véhicules français
dans la microfinance internationale

| Nom | Création | Catégorie | Total actif (M€) | Dont MF |
|----------------------------------|----------|---|------------------|----------|
| Obli Etheis (BNP Paribas) | 2003 | Fonds solidaire microfinance | 63 | 5 à 10 % |
| Nord-Sud Développement (Natixis) | 1985 | Fonds solidaire microfinance | 59 | 5 à 10 % |
| Microcred (PlaNet finance) | 2005 | Holding d'investissement dans la microfinance | 18 | 100 % |
| SIDI (CCFD) | 1983 | Holding de participation et investissement dans la MF | 13 | 100 % |

La microfinance, investissement responsable, solidaire, éthique ?

Une grande confusion règne dans l'esprit du public concernant les concepts d'investissement responsable et solidaire. Sous le terme d'investissement éthique, on trouve en effet à la fois des sociétés cotées classiques, passées dans le filtre de l'analyse extra-financière, et des investissements à proprement parler solidaires. D'une part, des entreprises qui par leurs produits ou leurs services contribuent à l'environnement et la société, mais dans une optique financière classique. De l'autre, des ONG ou des entreprises sociales habituellement non cotées, dont la raison d'être est d'avoir un impact social ou environnemental.

La microfinance, investissement solidaire : une nouvelle classe d'actifs

La microfinance, et d'une manière

générale l'investissement solidaire, constitue pour les sociétés de gestion d'actifs une nouvelle classe d'actifs, avec une nouvelle logique, aussi éloignée de la philanthropie (don à fonds perdus) que de la pure logique financière (maximisation du retour sur investissement). À mi-chemin entre la finance et le social, on pourrait la qualifier d'une logique « finanthropique », correspondant au nouveau modèle de *business social* popularisé par Muhammad Yunus dans son livre de 2008 « *Vers un nouveau capitalisme* ».

La microfinance fait partie de l'investissement éthique ou responsable au sens large, mais les sous-jacents sont radicalement différents de l'ISR classique : d'un côté, des entreprises sociales ou des ONG par définition non cotées, avec une mission sociale ou environnementale. De l'autre, des entreprises cotées qui par leurs produits ou services peuvent contribuer à l'environnement ou à la société, sans que cela soit leur mission principale.

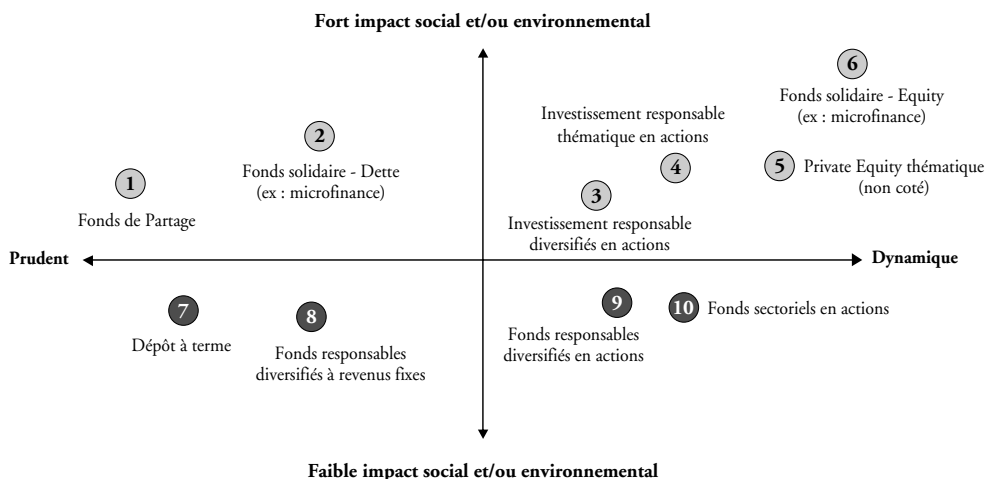
Le tableau 3
Les différentes catégories d'investissements responsables

| Type d'investissement | Approche | Logique | Secteurs d'activité |
|-----------------------|---|----------------|--|
| Exclusion | Exclusion de secteurs comme alcool, tabac, etc | Morale | Tous sauf secteurs exclus |
| Sélection positive | Sélection de sociétés avec track record social et environnemental | Influence | Tous |
| Sélection thématique | Sélection de sociétés dont les produits ou services bénéficient à l'environnement ou la société | Action directe | Environnement, santé, etc |
| Fonds solidaires | Sociétés ou ONG (cotées ou non cotées) dont la mission est sociale ou environnementale | Accompagnement | Entreprises sociales en particulier microfinance |
| Fonds de partage | Fonds investis diversifiés et dont l'objectif est de distribuer des revenus à des ONG | Don | Tous |

Alors que l'ISR classique constitue un marché large estimé par Novethic en 2007 à 22 milliards d'euros en France contre 17 milliards en 2006, le marché

de l'investissement solidaire est encore un micromarché (1,7 milliards d'euros selon Finansol pour 2007, en progression de 33 % par rapport à 2006).

Schéma 2
Position de la microfinance (fonds à revenu fixe) par rapport à d'autres formes d'investissements éthiques ou responsables



Source : BNP Paribas Wealth Management.

LES PARADOXES DE LA MICROFINANCE

Risques et résilience de la microfinance

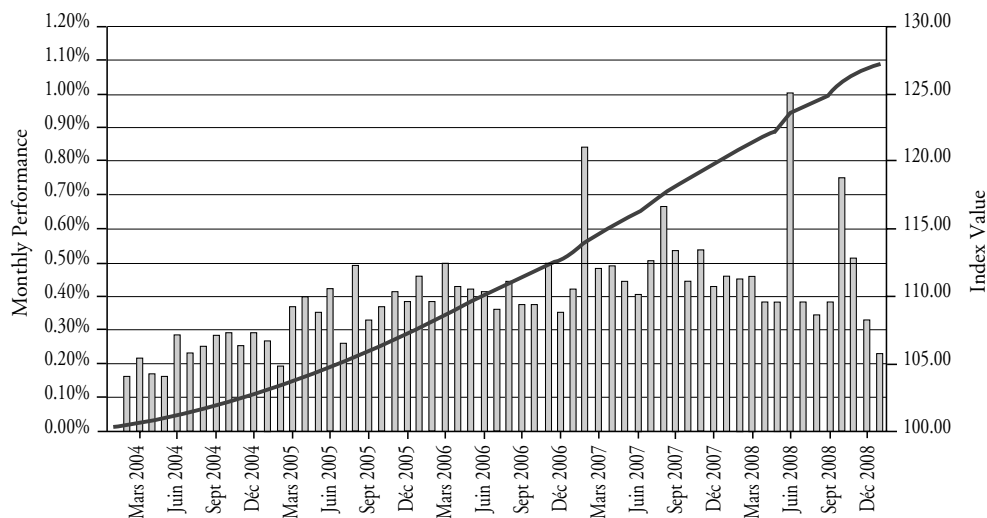
Prêter aux pauvres peut apparaître à première vue comme un pari risqué à la limite de l'utopie. L'investissement en microfinance cumule en effet tous les risques classiques, risque de contrepartie (petites structures non cotées), risque de change (structures opérant avec des devises de pays émergents) et

risque pays (risque politique et de non-transfert).

La performance historique des fonds de dette en microfinance a pourtant toujours été proche du marché monétaire oscillant entre 2,63 % et 5,55 % comme en témoigne l'indice SMX USD de Symbiotics qui suit la performance des fonds réglementés depuis 2004.

De manière encore plus surprenante, 2008 a été la meilleure année en terme de rendement et ce malgré la crise qui a affecté les rendements de toutes les classes d'actifs. Comment expliquer ce paradoxe ?

SMX USD
Symbiotics Microfinance Index
U.S. Dollars



Source : symbiotics.ch

La qualité des actifs dans la microfinance s'explique par un principe fondamental de la connaissance du client, de son projet et de sa capacité de remboursement. Les institutions de microfinance ont développé des

techniques qui leur permettent d'assurer des taux de remboursement remarquables autour de 95 à 98 %. Ces taux de remboursement sont observés dans tous les pays émergents et pour tous les types d'institutions suivant les bonnes

pratiques. C'est sans conteste la première raison du faible risque de contrepartie constatée en microfinance depuis dix ans.

La deuxième raison tient aux activités financées. La microfinance finance des petites activités économiques qui ne sont pas intégrées aux marchés mondiaux et dont le caractère de subsistance (agriculture ou petit commerce de produits essentiels) est par nature défensif.

Plusieurs études ont déjà documenté la surprenante résilience des institutions de microfinance dans le cadre de la crise asiatique de 1997, la crise russe et les crises latino-américaines des années 90. Le portefeuille à risque (PaR) des IMF résiste toujours mieux que les portefeuilles des banques et retrouve une situation saine beaucoup plus rapidement. Des recherches universitaires ont également montré l'absence de corrélation des performances des institutions de microfinance avec les indices financiers internationaux.

Le risque de change est un des points faibles majeurs de l'industrie de la microfinance. En effet, les fonds de microfinance prêtent pour la plupart en devises fortes (dollars ou euros) et le risque de change est assumé par les IMF. Certains fonds prêtent en monnaie locale en se couvrant du risque de change, mais une telle couverture pour des monnaies exotiques est soit très onéreuse, soit inexistante. Les IMF ont jusqu'à présent limité leur exposition de change et le risque de change n'a pas affecté la solvabilité des IMF de manière significative jusqu'en 2008, profitant de la relative faiblesse du dollar. Mais la volatilité des marchés des changes et les dévaluations impor-

tantes de certaines monnaies comme le Rand (Afrique du Sud) depuis le début de la crise posent problème. Confronté à ce risque systémique, un fonds de couverture de change TCX (the Currency Exchange fund) a été créé fin 2007 par l'agence de développement néerlandaise FMO, avec le soutien des agences de développement allemande, belge, danoise, française, norvégienne et sud-africaine. TCX ne s'adressant qu'à des très grands investisseurs pour des montants importants, trois fonds dérivés de TCX, respectivement Microfix, MFX et Cygma, sont en cours de création pour permettre de toucher des institutions de microfinance de taille moyenne.

Enfin, le risque pays, en particulier le risque de non-transfert, constitue un élément supplémentaire pour les fonds de microfinance. Une bonne diversification géographique des investissements permet de limiter ce risque, avec une exposition par pays habituellement inférieure à 10 %. Des mécanismes de couverture des risques pays en partenariat avec des assureurs comme la Coface pourraient être explorés afin de mieux gérer ce type de risque.

L'investissement en microfinance, un double paradoxe

Les fonds de microfinance sont confrontés, en France et dans la plupart des pays européens, à un double paradoxe : la demande potentielle est forte, mais la production ne suit pas en raison d'obstacles réglementaires et de la méconnaissance par les réseaux

de distribution des spécificités de la finance solidaire.

La demande potentielle est cependant élevée, comme le montre un sondage réalisé par Europlace et Novethic en novembre 2008 et réalisé auprès d'un échantillon représentatif de 1 033 personnes :

- 57 % des Français qui épargnent considèrent que les fonds ISR sont un placement financier intéressant, mais seulement 5 % en ont entendu parler par leur banque ;
- la notion de finance solidaire est encore peu connue du grand public mais, une fois explicitée, obtient un score d'adhésion élevé, puisque 80 % des personnes interrogées souhaitent le développement d'outils de finance solidaire comme la microfinance.

Paradoxe concernant la production

Alors que la plupart des grands fonds de microfinance sont européens, Paris et Londres brillent par leur absence derrière le Luxembourg, les Pays-Bas ou la Suisse. Le succès du Luxembourg tient en grande partie à l'usage des opportunités que recèle la souplesse de sa législation de 2002³, permettant de créer des fonds de prêts applicables à la microfinance.

Paradoxe concernant la distribution

Alors que la microfinance vise à permettre à tous d'accéder à des services financiers, les fonds de microfinance sont réservés aux investisseurs dits « qualifiés », donc pour l'essentiel des investisseurs institutionnels ou des investisseurs privés haut de gamme

dans la plupart des pays européens. S'appuyant sur la notion de protection de l'épargnant individuel (« la veuve de Carpentras »), la réglementation française permet au mieux de proposer au grand public que des fonds dits 90/10, avec seulement 10 % de microfinance.

Ainsi, les deux fonds « dilués » de microfinance distribués en France, Nord-Sud développement et Obli Etheis, avec chacun un total d'actif de l'ordre de 60 millions d'euros, n'ont chacun que 5 à 10 % de microfinance, réduisant d'autant leur impact social. Implicitement, derrière ces ratios, se profile la conviction largement partagée dans les milieux financiers - et pas nécessairement fondée - que le risque associé à la microfinance est au moins égal à celui constaté sur des instruments financiers détenus par les épargnants individuels.

LES DÉFIS DE LA MICROFINANCE

Un dilemme éthique, être rentable sans oublier la mission sociale

Comme des funambules, les institutions de microfinance doivent en permanence trouver un équilibre entre contraintes économiques et mission sociale. Elles doivent être rentables pour assurer leur pérennité, mais le profit ne peut devenir un but en soi. Le danger d'abus de langage concernant la microfinance : des institutions qui financent des petites entreprises ou opèrent dans le crédit à la consommation peuvent user et abuser du terme

pour attirer les bailleurs de fonds publics ou philanthropiques.

Dans la microfinance au sens strict, plusieurs risques de déviations existent : surendettement des emprunteurs, taux d'intérêt abusifs et peu transparents, pression sur les emprunteurs pour le recouvrement. Les principes de protection du client dans la microfinance, publiés par le CGAP en octobre 2008, constituent un pas en avant important dans la perspective d'une moralisation de la microfinance. La quarantaine d'organisations signataires rassemble en effet les principaux bailleurs de fonds de la microfinance : banques de développement telles que BERD, KfW ou FMO, banques commerciales telles que Citigroup, Deutsche Bank ou BNP Paribas, fonds de microfinance tels que Blue Orchard, ResponsAbility ou Oikocredit, réseaux de microfinance comme Accion, Opportunity ou FINCA.

Au-delà des déclarations d'intention, l'enjeu est maintenant de faire entrer ces principes dans les politiques de crédit des bailleurs de fonds, afin de s'assurer que les institutions de microfinance concernées correspondent à ces critères. La notation des institutions de microfinance a été développée depuis plusieurs années par des agences de *rating* spécialisées telles que Planet Rating, Microfinanza ou Microrate. Leurs critères de notation reposent essentiellement sur des critères économiques et financiers. De plus en plus, les critères sociaux permettant de démontrer la cohérence de l'institution par rapport à son engagement social seront importants, en particulier pour des fonds éthiques ou solidaires, qui sollicitent des investisseurs pour qui

la mesure de la performance sociale est déterminante.

Les réseaux de microfinance ou les bailleurs de fonds peuvent promouvoir des principes déontologiques et la notation sociale, mais ce sont les institutions de microfinance qui sont au premier chef concernées. C'est en effet une question de gouvernance autant que d'éthique, rejoignant leur intérêt économique à moyen terme.

Obstacles pour le développement des fonds de microfinance

Deux types d'obstacles empêchent aujourd'hui le développement des fonds de microfinance en France et en Europe : d'une part, la microfinance, encore mal connue, fait l'objet d'idées reçues. D'autre part, des obstacles réglementaires demeurent pour cette nouvelle classe d'actifs, considérée comme telle par l'industrie mais mal reconnue par les textes législatifs.

Le sondage Europlace Novethic cité (cf. ci-dessus) montre que la microfinance et l'investissement solidaire suscitent l'adhésion une fois explicités. En effet, ce type d'investissement est encore confronté à un certain nombre d'idées reçues :

- la microfinance est trop souvent assimilée à une œuvre de charité, alors qu'il s'agit de prêt et non de don, avec un modèle économique qui fonctionne depuis trois décennies ;
- prêter à des pauvres et des exclus de la finance dans des pays émergents peut apparaître risqué, alors que les taux de défaut des emprunteurs finaux oscillent entre 1 et 5 % selon les pays, et les taux

de défaut des bailleurs de fonds auprès des institutions de microfinance sont proches de zéro.

En France, le principal obstacle juridique réside dans le fait que les prêts aux IMF sont matérialisés par des effets de commerce, un cas unique n'entrant pas dans le cadre de juridique habituel qui privilégie des instruments cotés. L'ordonnance d'octobre 2008, en application de la loi de modernisation de l'économie, permet d'élargir la liste des valeurs éligibles dans le cadre des fonds contractuels, en particulier pour des prêts aux IMF. Cependant, certaines conditions rendent la mise en œuvre difficile.

Par ailleurs, les fonds dits ARIA

(OPCVM à règles d'investissement allégées) permettent d'investir dans des IMF jusqu'à 50 % pour les ARIA 1 et entre 10 et 100 % pour les ARIA 3, mais avec des seuils en montant très élevés pour les investisseurs non avertis, respectivement 10 000 euros et 125 000 euros.

La situation française est commune à la plupart des pays européens, à l'exception des Pays-Bas et du Luxembourg qui ont utilisé l'enveloppe non coordonnée au niveau européen pour susciter l'apparition de fonds dédiés à la microfinance.

Si on veut largement distribuer les fonds de microfinance auprès des épargnants individuels, une évolution

Quelques définitions utiles

Fonds (ou OPCVM) coordonné : Fonds ou OPCVM d'un pays de l'Union européenne qui offre l'avantage, au travers de la reconnaissance mutuelle des agréments par les régulateurs nationaux, de la libre commercialisation dans les autres États membres de l'Espace Economique Européen.

Fonds contractuel : Fonds créé par une société de gestion pour les besoins d'un investisseur (personne physique ou morale) ou d'un groupe d'investisseurs présentant le même profil de risque avec des dispositions spécifiques approuvées contractuellement.

Investisseurs qualifiés : Personne morale disposant des compétences et des moyens nécessaires pour apprécier les risques inhérents aux opérations sur instruments financiers.

MIFID : Directive concernant les marchés d'instruments financiers, applicable dans l'Union européenne depuis le 1er novembre 2007.

Passeport européen : Il permet à une société de gestion qui souhaite exercer en libre prestation de services ou établir une succursale dans un État partie à l'accord sur l'Espace économique européen, de notifier son projet à son régulateur initial sans demander un nouvel agrément auprès des régulateurs des États hôtes.

du cadre juridique européen est donc incontournable, afin de disposer d'un cadre harmonisé permettant une commercialisation transfrontière au sein de l'Union.

De fait, le vote par le Parlement européen de la directive dite OPCVM IV en janvier 2009, permettant à des OPCVM coordonnés et agréés par une autorité des marchés financiers d'un pays d'être distribués plus aisément dans d'autres États membres de l'Union Européenne, va dans le bon sens. Elle devrait contribuer à améliorer la diffusion des fonds coordonnés et donner aux épargnants européens une meilleure comparabilité des caractéristiques des différents fonds, au travers des informations clés à communiquer aux investisseurs (le *Key Information Document* destiné aux épargnants des réseaux bancaires).

La distribution de fonds de microfinance continuera à rester confinée à une composante marginale des investisseurs si les règles de commercialisation considèrent cette classe d'actif comme spécifiquement réservée aux investisseurs qualifiés et donc non éligible pour constituer des OPCVM coordonnées au niveau européen. Il faut espérer que les mesures d'application à élaborer en 2009-2010 pour transposer la directive OPCVM IV prendront spécifiquement en compte les particularités de la microfinance comme classe d'actifs.

La microfinance, une idée neuve en Europe et aux États-Unis

Selon une étude réalisée en 2008 par le Réseau Européen de Microfinance

(REM) auprès de 94 IMF de 21 pays, on comptait en 2007 dans l'Union Européenne 122 000 micro-emprunteurs pour une production nouvelle de 400 millions d'euros. Ces chiffres, qui ne prennent pas en compte ce qui est fait par les banques ou certains grands réseaux comme Procredit en Roumanie et Bulgarie, ou Microfund en Pologne, sont certainement sous-estimés. Même avec un coefficient multiplicateur de deux, ils demeurent dérisoires comparés à 150 millions d'emprunteurs dans le monde et un total d'encours de 40 milliards d'euros.

Le potentiel pour le microcrédit est cependant considérable en Europe, avec une demande potentielle estimée par la Commission Européenne à 700 000 personnes. Ce chiffre apparaît minimaliste si l'on considère que 75 millions de personnes dans l'Union Européenne vivent en dessous du seuil de pauvreté et que le chômage touche 17 millions de personnes en 2007. Les chiffres récents du BIT (janvier 2009) révèlent que le chômage en 2009 dans les pays développés progresserait de 5 millions à 11 millions, dont plus de la moitié dans l'Union Européenne.

Sur la base de l'étude du REM, on constate l'hétérogénéité des modèles de microfinance en Europe :

- la Grande-Bretagne ne compte que quelques milliers d'emprunteurs, mais avec une croissance forte malgré des taux d'intérêt élevés ;
- la France, avec 11 000 emprunteurs pour l'Adie, et une liberté des taux d'intérêt permettant de viser la couverture des coûts en 2011 ;
- la Bulgarie et la Roumanie, avec respectivement 7 000 et 6 000 emprunteurs, des taux d'intérêt élevés (25 %)

qui rendent le modèle pérenne sur la base d'une expérience de 20 ans ;

- les autres pays, y compris Italie, Belgique, Hollande avec des petites institutions qui ne couvrent leurs frais que grâce à des subventions, Allemagne avec un acteur majeur (KfW) mais avec peu de relais sur le terrain, Espagne avec les Caisses d'Épargne qui subventionnent largement leurs activités de microfinance dans une perspective sociale.

La Commission européenne, qui s'est saisie du sujet depuis 2002, a annoncé en 2008 un plan d'action avec deux initiatives :

- création de l'outil JASMINE (Joint Action to Support Microfinance Institutions in Europe) avec un budget de 8 millions d'euros sur trois ans pour financer l'assistance technique et le transfert des meilleures pratiques ;

- mise à disposition par le groupe BEI (Banque européenne d'investissement) d'une facilité dotée de 20 millions d'euros permettant de cofinancer la création ou le développement d'IMF.

Ces initiatives constituent un pas en avant important pour répliquer des modèles qui fonctionnent en France, en Grande-Bretagne ou en Europe Orientale. Deux obstacles majeurs demeurent cependant dans la plupart des pays européens : d'une part, la capacité des institutions de microfinance, qui sont souvent des associations, de pouvoir emprunter pour prêter. D'autre part, les taux d'intérêt maximum (souvent inférieurs à 10 %) qui ne permettent pas aux institutions de se développer de manière pérenne.

Aux États-Unis, un pays avec 46 millions de personnes en dessous

du seuil de pauvreté, le microcrédit a également un fort potentiel. Le chômage, stable autour de 4,5 % en 2007, a bondi à 7,5 % au début 2009 pour toucher près de 12 millions de personnes. D'après l'institut Aspen, un *think-tank* favorable au développement du microcrédit aux États-Unis, celui-ci ne touchait en 2007 que 13 000 emprunteurs, pour un montant de l'ordre de 100 millions de dollars, par l'intermédiaire de 250 institutions de microfinance. La plus importante de ces institutions est Accion USA, qui a répliqué aux États Unis l'expérience de plusieurs décennies du réseau *Accion* dans les pays du Sud, avec un portefeuille en 2007 de 7 000 clients et de près de 8 millions de dollars. Par ailleurs, Grameen America, inspirée du modèle Grameen au Bangladesh, a lancé en janvier 2008 une première expérience pilote à New York touchant 500 personnes, pour la plupart migrants, avec plus d'un million de capitaux engagés.

L'arrivée de la nouvelle administration américaine permet d'espérer une politique active en faveur du microcrédit aux États-Unis, et par l'intermédiaire de US AID dans les pays en développement. En effet, Ann Dunham, la mère du président Obama, a été personnellement impliquée dans le microcrédit en Indonésie. Par ailleurs, Bill et Hillary Clinton soutiennent depuis des décennies le microcrédit, et la nouvelle Secrétaire d'État a confirmé devant le Congrès son engagement dans ce sens après sa nomination.

Le Bureau International du Travail a publié, fin janvier 2009, des chiffres

actualisés sur le chômage dans le monde en 2009. Sur la base de 179 millions de chômeurs dans le monde en 2007, le BIT estime que le chômage pourrait progresser de 18 millions à 51 millions en 2009. Dans ce contexte de crise financière, économique et sociale, la microfinance constitue une opportunité.

Alors que la crise financière a commencé à se révéler début 2007, la microfinance début 2009 ne connaît pas (encore) la crise. De plus, elle peut constituer un élément de sortie de crise en favorisant la création de richesse et d'emploi des pauvres et des exclus de la finance.

Dans les pays développés, la microfinance constitue moins de 1 % de la microfinance mondiale, et son développement comme outil de soutien à la politique sociale y est particulièrement

souhaitable. La possibilité de distribuer des fonds de microfinance aux particuliers en Europe serait cohérente avec une politique de développement de l'épargne solidaire.

Alors que la microfinance est encore une jeune industrie, il importe qu'elle se dote de règles éthiques et déontologiques permettant de garantir à l'investisseur social un véritable impact mesurable, et aux emprunteurs des conditions les plus favorables possibles.

La crise actuelle est financière, économique et sociale. Elle est aussi une crise morale alimentée par la défiance et le désespoir. Parce qu'elle repose sur la confiance et suscite de l'espoir, la microfinance peut constituer pour la finance classique un bon exemple permettant d'apporter des éléments de solutions à la crise morale.

NOTES

1. CGAP (Consultative Group to Assist the poor) est le centre de recherche internationale sur la microfinance logé à la Banque Mondiale et financé par les grands bailleurs de fonds publics et privés.
2. Toutes les données chiffrées de cette section proviennent de l'étude 2008 du CGAP sur les VIMs.
3. Il s'agit des dispositions réglementaires dites de « Partie II » qui offrent des conditions de commercialisation optimales dans d'autres pays membres de l'Espace Economique Européen et en Suisse, ainsi qu'un cadre fiscal attractif.