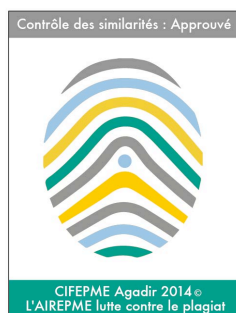




12^{ème} Congrès International Francophone en Entrepreneuriat et PME

29, 30 et 31 Octobre 2014, Agadir



Microcrédit : La voie industrielle du microfinancement

Résumé :

A la croisée des sphères réelle et financière, cette recherche traite d'un double défi, celui de la finance utile et celui de l'autonomie des agents défavorisés. Elle s'intéresse à la rencontre de l'offre et de la demande de microfinancement et à l'orientation de ressources vers des trajectoires solidaires. Elle se place dans un contexte de révolution du métier du financement. La communauté financière vit un changement de paradigme (désintermédiation, financement alternatif). Les agents de l'économie solidaire cherchent des voies à la massification pour la microfinance (inclusion financière). De nouveaux entrants s'installent sur la base de ruptures technologiques et sociologiques pour tisser une relation inédite et disruptive entre agents (financement participatif). Un tel contexte recèle des leviers. Comment les mobiliser pour saisir l'opportunité d'intensifier l'offre de microfinancement à destination des micro-entrepreneurs ? Nous nous intéressons à la voie industrielle de la massification qui implique d'un côté les sociétés de gestion et les investisseurs professionnels et d'un autre côté, les institutions de microfinance et les porteurs de projet. Il s'agit de comprendre le contenu d'un modèle partenarial disruptif de microfinancement par titrisation afin d'en tirer des enseignements en matière de faisabilité. La démarche se nourrit d'une expérience pionnière malheureuse, le cas de Microfis.

Mots clés : *Microfinance, massification, inclusion, partenaires, titrisation*

Christian Cadiou

Kristen Cadiou

Chercheurs ICI respectivement

Professeur et Maître de

Conférences en sciences de gestion

Remerciements à l'équipe Federal

Finance et tout particulièrement à

*Morgan Carval pour sa disponibilité
et son implication dans l'étude*

Massification du microcrédit : La voie industrielle du microfinancement

INTRODUCTION

L'insuffisance de ressources pour couvrir des besoins croissants en microfinancement (CGAP, 2012) ouvre la problématique de la massification. Il s'agit d'augmenter significativement l'offre de microcrédit en faisant en sorte que l'investissement en microfinance passe du stade associatif à celui d'activité financière à part entière. Un tel challenge passe par la réconciliation entre l'économie financière et l'économie réelle. Pour y parvenir, il faut réussir l'étape de l'inclusion qui permettrait de résoudre les obstacles techniques à la diffusion du microcrédit. Or la communauté financière est en train de vivre un changement de paradigme. Le défi de l'industrie financière est aujourd'hui à la fois celui de l'adaptation à un nouvel environnement technologique et sociologique (de Vauplane, 2014) mais aussi celui du développement d'une nouvelle relation partenariale avec l'économie réelle (Bayol, 2012). Dans ce contexte, des modes de transactions émergent. Ils sont disruptifs par rapport au modèle traditionnel de distribution du crédit. La finance devient participative ou désintermédiée.

Nous nous intéressons à une expression partenariale de la microfinance. Elle tisse un lien entre les sphères financière et réelle. A vocation industrielle, elle suppose la construction d'infrastructures de marché appropriées à la rencontre de sociétés de gestion (SG) et d'institutions de microfinance (IMF). Visant à densifier le microcrédit, elle relève de la finance utile en œuvrant au service du plus grand nombre d'agents démunis qui ont envie d'entreprendre. Nous sommes à la recherche d'une solution à la difficile équation de la microfinance et nous posons la question de comment instaurer un système stable, récurrent et abondant d'allocation de ressources financières en vue de satisfaire un plus grand nombre de projets de micro-entrepreneurs en quête d'autonomie ? La contribution est à visée conceptuelle (réflexion sur le paradigme de la gouvernance des architectures complexes), pragmatique (développement du professionnalisme en finance responsable), et entrepreneuriale (ouverture sur l'initiative économique d'agents défavorisés) Après avoir présenté l'inclusion, nous en étudions une expérience pionnière, le cas Microfis.

1- La problématique de l'inclusion financière

L'histoire récente du microcrédit montre le glissement d'une logique sociale de solidarité financière vers une finance solidaire collective. Comme résultat, tout un ensemble d'institutions de microfinance œuvrent en plaçant l'intérêt collectif au dessus de l'intérêt général afin d'élaborer une cohésion sociale territoriale. Réappropriée par les intermédiaires financiers, la finance solidaire participe à l'initiative économique par l'aide au financement de projets en territoire. La démarche est porteuse de sens car elle développe une image d'organisation citoyenne ouverte à la pré bancarisation de clients captifs.

1.1- Les alternatives à l'équation du microcrédit

Le financement de micro-entrepreneurs répond à des approches qui partagent un même objectif, trouver une solution à l'équation de la micro-finance. Elles sont sociales, institutionnelles et inclusives.

L'alternative *sociale* ou *welfariste* s'intéresse à la notion de satisfaction de bien être économique de l'agent. Le concept se rattache à la notion d'utilité et la situation de pauvreté relève d'un état d'insatisfaction. Le don à des agents exclus du système financier est à l'origine de la *performance sociale*. **Une telle équation est difficilement soutenable.** En effet, le modèle social montre ses limites au niveau de l'accès à la ressource qui échappe à la maîtrise des institutions financières. Les dons privés et publics sont à la fois incertains et sporadiques et rendent le système d'allocation instable. Les opérations de soutien sont donc marquées par un risque de discontinuité. Elles sont par ailleurs ni engageantes pour les bénéficiaires, ni structurantes.

L'alternative *institutionnelle* pose la question de la viabilité des institutions financières car l'activité de microcrédit pour être durable doit être financièrement rentable. Au développement de l'offre de crédit est associée une culture rentabilité-risque des institutions financières impliquées et un élargissement du gisement des clients-cibles. La micro-finance dite *intermédiée* se développe sur la base du modèle classique de la banque. Elle développe une relation commerciale maîtrisée dans une logique de volume à une clientèle pauvre. **L'équation gagne en réalisme et devient plus soutenable** (Robinson 2001). Le modèle n'est viable que si le système d'octroi de crédits assure sa rentabilité. La dérive éventuelle est bien évidemment la hausse des charges de remboursement car les commissions et les taux d'accès au crédit sont inévitables pour assurer l'équilibre financier de l'institution. Il y a également le risque de l'élargissement de la base clients.

L'alternative *inclusive* développe le concept d'intégration de la micro-finance dans le système financier classique. Elle implique une approche partenariale, ingénierique et désintermédiée pour associer un plus grand nombre d'agents. La gestion d'actifs y joue un rôle central dans sa relation avec les investisseurs pour intensifier l'offre de microcrédit. Avec l'élargissement, **l'équation gagne en puissance** et permet de s'affranchir intellectuellement de l'une des limites présentes dans les autres modèles : la massification. Elle s'ouvre sur des perspectives globales. Elle permet de mettre l'accent sur des mécanismes de solidarité inclusifs capables de satisfaire à plus grande échelle la demande et donc jouer un rôle puissant dans la réduction des inégalités en aidant un plus grand nombre d'agents défavorisés.

Les caractéristiques des trois approches sont synthétisées dans le tableau suivant :

Alternatives	Sociale	Institutionnelle	Inclusive
Déterminants			
Approche	Individuelle/communautaire	Territoriale	Sociétale
Concept	Bien-être	Développement	Implication
Action	Accéder au minimum	Favoriser l'initiative	Responsabiliser
Cible	Exclus	Pauvres	Défavorisés
Logique	Humaniste	Intermédiée	Désintermédiée
Mécanisme	Solidarité	Finance responsable	Ingénierie sociétale
Ressources	Subvention	Subvention/épargne	Subvention/épargne/finance
Financement	Soutien externe	Economie locale	Système financier
Fonctionnement	Artisanal	Organisationnel	Systémique
Relation	Privilégiée	Organisée	Globale
Performance	Sociale	Sociale/organisationnelle	Sociétale/imbriquée
Temps	Instantanéité	Moyen-long terme	Durabilité
Difficulté	Récurrence	Remboursement	Mobilisation

Tableau 1 : Alternatives et problématiques en microfinance

Bien évidemment les approches du microcrédit sont complémentaires. L'intérêt des modèles social et institutionnel reste omniprésent. Ils ont fait et font d'ailleurs l'objet de nombreux travaux (Ayayi, 2007, Taupin, 2007, Sall, 2012...). Alors que les institutions financières bénéficient d'un nombre diversifié

de ressources, force est de constater l'apparition d'un véritable marché dédié à la microfinance (CGAP, 2012). L'approche inclusive est en gestation au niveau académique et les pratiques relèvent encore de l'expérimentation. Le microcrédit rentre en marché, les frontières du métier du microfinancement bougent. Des stratégies de rupture apparaissent. L'inclusion financière ouvre une voie. Elle propose la réunion de parties-prenantes spécialisées qui se mobilisent sur des dispositifs industriels d'allocation en microfinance.

1.2- L'analyse de la solution inclusive

La microfinance inclusive relève de la finance solidaire. Elle développe une approche partenariale menée sur la base d'un dispositif industriel d'intensification du microcrédit. En organisant la rencontre entre sphères réelle et financière, elle autorise l'accession du plus grand nombre de porteurs défavorisés de projets fiables à des ressources financières autrement inaccessibles pour entreprendre. L'imbrication organise une transaction, une rencontre entre une offre et une demande en micro finance. Le réseautage financier solidaire s'affirme en s'ouvrant aux marchés financiers et à leur capacité de mobilisation de l'épargne. De nouvelles réalités prennent forme. Elles sous-tendent l'hypothèse de complémentarité des agents associés aux montages de financements destinés à des micro-entrepreneurs. Le microfinancement serait à la recherche de solutions qui permettraient de massifier l'offre de microcrédits. L'approche inclusive est en gestation.

La nature de l'imbrication partenariale

La microfinance inclusive développe un processus de transformation de ressources financières en initiative économique. Elle implique des agents dans une filière dont les logiques d'action méritent d'être précisées.

Il est facile d'identifier les agents qui se situent aux extrêmes de la filière. Il y a d'un côté, *les investisseurs*, des professionnels de la finance, des bailleurs de fonds, investisseurs publics et privés voire institutionnels. Ils sont détenteurs de ressources et cherchent à les placer tout en développant des attentes en termes social et sociétal. Il y a, d'un autre côté, *les clients* qui sont des micro-entrepreneurs demandeurs de ressources défavorisés en attente d'autonomie. Celle-ci peut être obtenue par l'investissement dans un projet modeste mais risqué. Ces partenaires sont liés par une *relation d'agence*. Le principal, l'investisseur-épargnant, possède les ressources mis à la disposition du financement d'activités de microcrédit. Il développe une logique de placement (recherche de rentabilité) et de solidarité (recherche de sens). L'agent, le client micro-entrepreneur, est le porteur du projet à risque. Par son initiative il peut créer une activité, soulager le subventionnement sans contrepartie, développer une dynamique en territoire.

Il est également aisé de cerner la qualité des agents qui organisent l'industrialisation de l'imbrication dans la filière. Par l'information qu'ils détiennent, ils jouent le rôle d'intermédiaire privilégié. Côté financier, il s'agit de la société de gestion (SG). Côté économique, il s'agit de l'institution de microfinance (IMF). *La SG* est spécialisée en gestion d'actifs. Elle produit et commercialise des fonds qui peuvent être dédiés. Sur la base d'une segmentation, elle fabrique des produits ad-hoc et organise la trajectoire. Plus précisément elle possède les compétences d'analyse et de production. Elle propose une offre de produits financiers estampillés ESG aux investisseurs qui expriment des attentes sociales. Elle est commissionnée pour la connaissance et le traitement du risque, son savoir-faire professionnel. Elle est en relation avec les investisseurs, s'approvisionne sur des marchés, possède des compétences de production (évaluation des risques, innovation produits, notation). Elle est le mieux à même de promouvoir la microfinance comme une classe d'actifs socialement responsable spécifique auprès de ses clients. Côté économique, sous l'intitulé générique IMF, il y a une classe de facilitateurs qui agissent dans un contexte de relations sociales. Ils développent une mission d'allocation de microcrédits à des agents ayant difficilement accès voire étant exclus du système financier formel. L'IMF joue un rôle de redistributeur de ressources et d'incubateur économique. Son équilibre financier est obtenu par la responsabilisation des clients redevables qui bénéficient de ses services (aide à l'investissement, remboursement de prêts aidés ou à taux faible). La mission est à la fois relationnelle (mobilisation sur une cause) et informationnelle (connaissance des clients). Elle est noble en ce sens qu'elle vise à aider et responsabiliser des agents afin de les sortir d'une situation de précarité. Elle cherche à les rendre autonomes en leur permettant de gagner leur vie par l'accès à des services financiers. Par capillarité l'IMF soulage le subventionnement sans contrepartie et dynamise le territoire en contribuant au développement économique. Dans cette classe nous situons l'ADIE (Association pour le Droit à l'Initiative Economique) ou la SIFA (Société d'Investissement France Active), les fondations, les SFD (Société de Financement Décentralisé)... Ainsi l'IMF par son enracinement en territoire, sa capacité à

mobiliser les acteurs politiques et économiques sur une cause utile, sa connaissance de la population d'entrepreneurs (terreau, terrain, territoire), par ses compétences en investissement (détection, sélection, animation analyse et suivi de projets) est à même de mobiliser sur l'initiative économique et à diffuser le microcrédit (Aderse 2013).

Comme points communs entre la SG et l'IMF, il y a la connaissance du milieu dans lequel ces organisations interviennent, la spécialisation métier, l'appréhension des risques. En fluidifiant les relations, elles jouent un rôle de facilitateur essentiel à la massification du microcrédit.

Le cadre de l'imbrication dans un contexte d'inclusion est ainsi dressé.

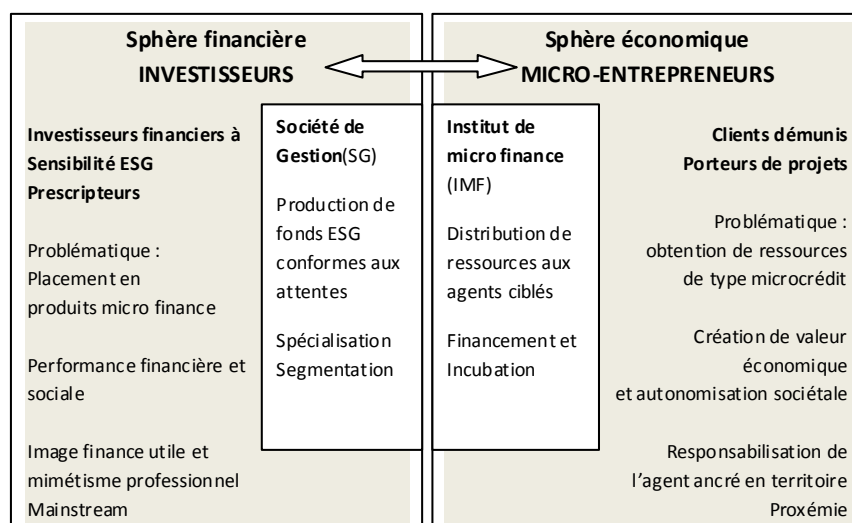


Figure 1 : L'imbrication partenariale inclusive

La sphère financière réunit les investisseurs financiers : *les financeurs publics* qui obtiennent leurs ressources auprès des gouvernements et lèvent parfois des capitaux sur les marchés ; *les financeurs privés* qui collectent les ressources auprès d'épargnants et de sociétés privées et les destinent à des opérations de microcrédit ; *les intermédiaires d'investissement en microfinance*, les prescripteurs qui bénéficient de la problématique liée à la responsabilité sociale et environnementale et orientent les ressources ; *les producteurs*, les SG accréditées, qui fabriquent les produits ad-hoc, en maîtrisent les risques et les adaptent aux profils d'une clientèle exigeante qui développe des attentes et mesure les retombées sur la base de logiques pragmatique, cognitive et de morale (Suchman, 1995).

La sphère économique réunit des acteurs de l'économie solidaire : *les professionnels de l'investissement social*, les IMF qui développent des activités microfinance auprès de populations défavorisées sur les territoires ; *les micro-entrepreneurs*, porteurs de microprojets proxémiques (Torrès, 2002) qui ont besoin d'être aidés pour obtenir les ressources modestes mais nécessaires au soutien de leurs initiatives.

Le moteur de la finance propose de mettre la communauté financière au service des groupes de vie et de projets. La massification relève alors de montages sur-mesure qui permettent aux IMF d'élargir l'offre de microcrédits.

La structure de l'imbrication partenariale

Les architectures de financement sont par définition inclusives puisqu'elles organisent les liens entre les partenaires. De nature socio-stratégique, elles sont ancrées dans une logique de responsabilités sociale et environnementale. Alternatives, elles relèvent de la finance autrement et plus particulièrement de la titrisation. Industrielles, elles proposent des émissions de titres sur des plateformes en microfinance. De tels montages permettent aux acteurs de l'économie sociale et solidaire d'accéder à de nouvelles ressources pour servir des microprojets. La titrisation est définie comme « un financement alternatif, structuré et désintermédié qui repose sur un transfert d'actifs et donne ainsi accès à la liquidité » (C. Cadiou, 2008). Elle organise la vente d'un portefeuille d'actifs à une structure ad-hoc créée pour l'occasion, un fonds commun de titrisation (FCT) qui se refinance sur le marché en émettant des titres représentatifs de l'actif reçu souscrits par des investisseurs. Les montants dus aux porteurs de parts sont couverts par ceux perçus du recouvrement des actifs titrisés. Elle est une source de financement supplémentaire pour le cédant qui a ainsi accès à la liquidité et débloque une contrainte de mobilisation de ressources. Elle est un acte de gestion des risques par transfert d'un risque sur actif présentant des garanties suffisantes contre rémunération et requalification de la signature. Elle allège le bilan de certains actifs et accroît la liquidité. Elle autorise une émission à un coût inférieur au financement classique. Dans ce cadre, la titrisation tisse une voie entre la communauté financière et la sphère réelle et peut s'inscrire dans une logique solidaire. L'imbrication est présentée sur la figure 2. En suivant les opérations de bas en haut, nous trouvons tout d'abord l'IMF qui possède des actifs, les prêts accordés à ses clients qui sont cédés au FCT. Il sert de passerelle entre l'IMF et la SG. Il acquiert le portefeuille de prêts, en organise la gestion des flux associés et arrange la titrisation vers le marché. Pour ce faire, il se refinance par une émission d'obligations structurées. Les parts sont acquises par les SG qui les intègrent dans un fonds dédié afin de répondre aux profils d'investisseurs. En contrepartie de ces opérations, les règlements des opérations donnent un flux de trésorerie descendant. Il se développe à partir de la sphère financière avec le paiement des titres par l'investisseur. Ceux-ci reçoivent durant la durée du montage les intérêts et le remboursement programmé pour leur placement. La SG règle la souscription d'obligations au FCT. L'IMF bénéficie de la ressource qui est allouée à la sphère réelle sur la base de microfinancement de projets éligibles.

Des intermédiaires encadrent toutes les étapes du montage. Tout d'abord, les investisseurs et les marchés sont vigilants lors d'opérations estampillées responsables. Ils appréhendent le segment de la microfinance comme un segment risqué. Ils sont par exemple sensibles à la notoriété et à la maturité de l'IMF qui émet, aux systèmes de garantie qui accompagnent l'émission, à la liquidité du marché, à la qualité des informations sur l'émetteur. Les revenus des IMF reposent sur des portefeuilles de prêts peu protégés. La confiance est d'une certaine manière encadrée. La traçabilité impose ainsi qu'une émission responsable passe par l'évaluation de l'activité à refinancer et débute au niveau de l'IMF. L'évaluation de ses performances sociales (notation extra financière) et celle de la qualité du portefeuille de prêts en microfinance en font partie. Elles se développent jusqu'au gérant ISR (Investissement socialement responsable) qui en plus du rating porte son attention à l'allocation des fonds qui doit répondre à la problématique ESG (*Environnementale, Sociale et Gouvernementale*). Les

investisseurs destinataires du *reporting* suivent l'évolution des pratiques ISR auxquels sont dédiés les fonds levés. Ensuite, la société d'investissement joue un rôle de *facilitateur* en proposant des services d'origination, de prescription, de sélection, d'analyse et de suivi des actifs. Elle facilite la transformation des actifs en valeurs mobilières cessibles et leur syndication. Elle organise la liquidité nécessaire à un véritable marché de microfinance. Enfin la banque joue le rôle de dépositaire en conservant les actifs concernés par l'opération.

La transaction est imbriquée dans sa conception car implique un grand nombre d'agents autour d'un projet aux connotations financières, économiques, morales et sociales. Formellement, la transaction est financière car elle organise une émission d'obligations microfinance destinée à être souscrite pas des SG. Elle a pour sous jacent un portefeuille de prêts consenti par une IMF et racheté par le FCT. Objectivement, sa destination est économique car dédiée à des micro-investisseurs. Idéalement, la logique d'action est morale car le produit de l'émission revient à l'IMF pour financer une plus grande masse d'agents démunis, entrepreneurs potentiels modestes et laissés pour compte. Fondamentalement, son objet est social car en responsabilisant les destinataires, ils passent de la logique de dépendance à celle d'autonomisation. La finalité de la transaction est simple. Elle relève de la finance alternative par déploiement d'un processus de transformation d'actifs en trésorerie. Elle relève du défi. Il s'agit de faire sortir l'ISR de son contexte confidentiel en professionnalisant la démarche. Il s'agit d'impliquer la communauté financière afin d'industrialiser l'offre de produits en finance utile. Il s'agit de créer un lieu d'échange pour des actifs microfinance.

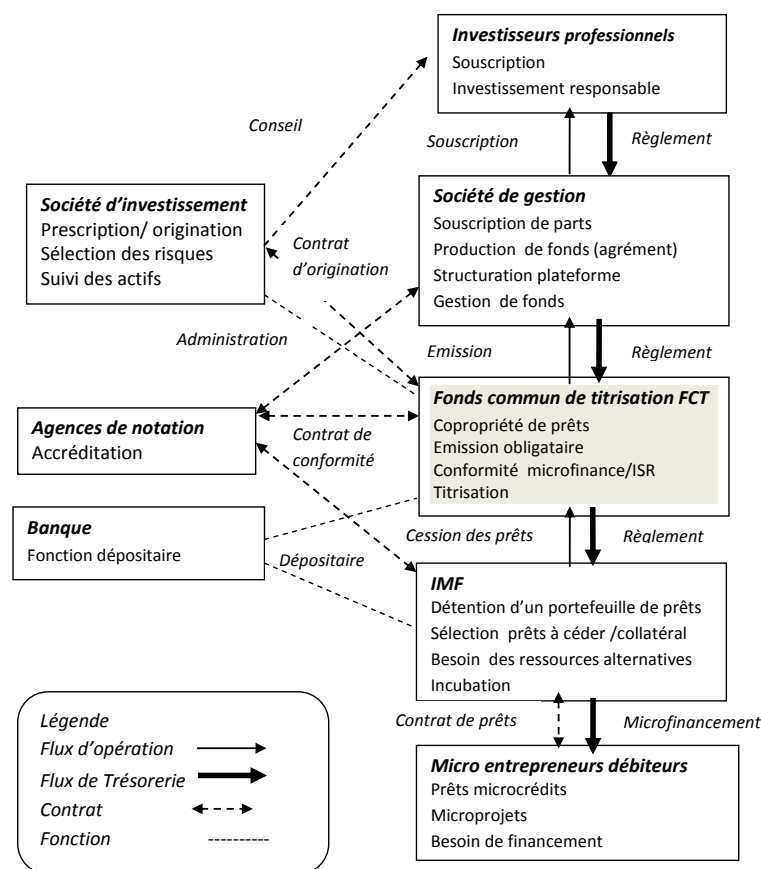


Figure 2: Modèle d'inclusion par titrisation

La description de la voie industrielle du microfinancement est utile mais bien insuffisante pour comprendre les conditions d'efficacité des mécanismes partenariaux mis en place. Ils ramènent à des comportements individuels (atmosphère, confiance) voire collectifs (coalition, asymétrie d'information, traçabilité) et à la nature de l'environnement (contexte, complexité). Par ailleurs les opérations de titrisation sont exceptionnelles en microfinance. L'expérience de création d'une plateforme de microfinance par Microfis en 2011 est pionnière. Elle est significative d'une percée de l'inclusion et mérite l'attention.

2- L'expérience MICROFIS

Le projet Microfis intéresse notre propos car il propose de développer un outil évolutif dédié à la communauté financière. Microfis, entreprise d'investissement, se définit comme une plateforme de refinancement dite « B2B ». C'est une infrastructure de professionnels en microfinance au service de la profession de la gestion d'actifs localisée sur le marché parisien et à vocation internationale. Dans le cadre de ce projet il y a une ambition forte, celle de créer *« l'embryon d'une future bourse de microfinance, un lieu d'échanges pour tous les investisseurs en microfinance au monde. A terme, les grands fonds de microfinance pourront être membres et utiliseront la plate-forme pour recycler leurs actifs qui ne sont pas liquides »* (Parant, 2010). La performance du modèle serait logée dans sa capacité à économiser des coûts.

Nous nous proposons d'étudier le cas Microfis, une expérience d'inclusion de la microfinance dans le secteur financier. Il propose un contenu utile à la compréhension du phénomène de massification du microcrédit. Après avoir présenté la méthodologie mise en œuvre dans cette recherche, nous présentons l'opération et analysons les déterminants de son échec.

2.1- Méthodologie

Par une étude de cas unique, l'expérience Microfis, nous étudions un schéma organisationnel inclusif de microcrédit par la création d'une nouvelle classe d'actifs certifiée ESG qui se place naturellement dans le segment ISR. Il concerne l'émission d'une obligation microfinance sur un marché international. Le cas Microfis propose un montage qui apparaît comme procurant un contenu utile à l'observation d'un phénomène spécifique complexe, l'organisation d'architectures de microfinance. L'expérience offre une expression concrète de la massification du microcrédit destinée aux micro-entrepreneurs exclus. Elle est d'envergure internationale (opération initiée en dollars, localisée en Europe, au service d'IMF de pays pauvres). La démarche de recherche y situe le rôle de la gestion d'actifs. L'expérience est originale. Il s'agit de comprendre l'organisation, d'étudier le jeu des acteurs et d'identifier les facteurs de risques. Nous cherchons à améliorer la connaissance sur cette voie de massification du microcrédit afin d'en tirer des recommandations utiles. L'approche donne un statut important à la compréhension du phénomène car elle a pour finalité d'améliorer l'existant. Sur la compréhension, nous avons en effet eu accès à une information secondaire quasi exhaustive sur l'opération Microfis tant interne, destinée aux professionnels impliqués (memorandum, avis d'expert...), qu'externe dite publique (portails des structures citées, revue de presse spécialisée, documentation financière spécifique, interviews publiées...).

L'information est également primaire. La dépendance du chercheur avec l'objet de recherche est relative. Elle vient de la relation avec des gestionnaires ISR. Associés à ces professionnels impliqués, nous avons mené avec régularité (2012-2013) des réunions et contact de travail dans le cadre d'un projet informel sur le rôle de la SG dans la relation massification du microcrédit-inclusion financière. A des fins de triangulation, nous avons conclu par entretien semi-directif auprès d'un gestionnaire impliqué dans le montage Microfis au titre d'investisseur qualifié.

Le phénomène de l'inclusion partenariale dans un contexte microfinance est de nature stratégique et donc complexe. En mobilisant tout un ensemble d'acteurs, l'approche développe une multi rationalité. Processus pionnier, il est en voie de structuration et rend nécessaire l'implication d'acteurs du terrain dans son analyse. Sujet théorique ouvert, le savoir, tout en étant diffus, est bien ancré dans l'expression d'un mode de transaction. Il est cependant original car la relation est désintermédiée et menée en contexte de microfinance. La place de l'observation terrain est utile pour, dans une démarche exploratoire, enrichir la connaissance. De tels constats situent cette étude dans un contexte de recherche ingénierique au sens de Chanal et al. (1997). La démarche mise en œuvre est présentée dans l'encadré ci-après.

- | |
|--|
| 1- Origine de la recherche : l'inclusion partage |
| Réflexion théorique sur les solutions à l'équation de la microfinance |
| Suivi d'une expérience inclusive « partage », le cas <i>FF-Fondation de France</i> |
| Communication et publication académique |
| 2- Prolongement de l'idée : Les autres voies inclusives |
| Réflexion théorique sur les approches partenariales en microfinance |
| Association de praticiens gestionnaires spécialistes de l'ISR |
| Identification des voies partenariales de massification du microcrédit |
| 3- Co construction d'une problématique : La massification par inclusion |
| Développement d'un projet d'étude |
| Identification des voies de massification et analyse de faisabilité SG |
| Compréhension par imbrication théorique et pratique des possibilités |
| 4- Intégration de la réalité terrain des SG : l'inclusion par titrisation |
| Intérêt des SG pour la désintermédiation |
| Analyse en profondeur du cas pionnier <i>Microfis</i> |
| Communication académique sur l'expérience |
| 5- Besoin d'approfondissement de la connaissance : les partenaires de l'inclusion |
| Mise en évidence du caractère complexe et partenarial |
| Organisation d'une table ronde Microfinance-Microcrédit associant les partenaires |
| Retour d'expérience et enrichissement de la compréhension |
| 6- Analyse de l'échec de titrisation |
| Confrontation d'expériences sur l'opération Microfis |
| Analyse qualitative (entretien semi-directif) |
| Prise de recul et enrichissement de la connaissance |

Tableau 2 : Etapes de la démarche d'analyse

L'observation du cas Microfis est au centre du déploiement de cette recherche. Les résultats présentés sont les résultats d'allers et retours entre le terrain et la théorie. Ils permettent de comprendre la complexité du phénomène de massification et proposent des recommandations pour en améliorer la faisabilité.

2.2- L'expérience pionnière Microfis

Dans un contexte d'inclusion « *le développement du microcrédit est un moyen, sinon le principal, de mettre en accord la finance, la banque et l'utilité* » (H. Juvin, 2010). Une relation de financement se tisse entre porteurs de projet, IMF, SG et investisseurs. Nous réalisons une étude de cas sur la base d'un ensemble de données qualitatives. Nous étudions le projet sur la base de l'ensemble des informations secondaires recueillies dont celles à destination des investisseurs qualifiés (Microfis, 2011) puis primaires (concertation, entretiens). Il s'agit de comprendre en croisant tout un ensemble de données le contenu de l'opération. L'objet des développements est de présenter le projet et d'en étudier la faisabilité.

Le projet MICROFIS

Microfis est une plateforme de marché destinée à promouvoir les investissements en finance responsable. C'est une infrastructure regroupant des professionnels de la finance utile. Elle combine les objectifs de rendement financier et d'impact social. Le montage est conçu autour d'une émission d'obligations microfinance destinée à des investisseurs qualifiés dont le montant est mis à disposition du refinancement d'une IMF. L'obligation duplique les caractéristiques financières d'un prêt, le sous-jacent, fait à l'IMF. La titrisation est assurée par un FCT et encadrée par un gestionnaire principal. Les parts du fonds sont mises en marché auprès de SG. Elles peuvent répartir leurs investissements dans autant de véhicules dédiés destinés à leurs clients, les investisseurs professionnels. D'une manière très pragmatique, il s'agit de l'organisation d'une émission obligataire éligible aux fonds ISR réalisée par placement privé sur Alternext. Le caractère de *placement privé* permet à l'émetteur de solliciter des investisseurs qualifiés. La levée de fonds passe par un intermédiaire financier. Le cadre juridique est souple quant au respect des règles de transparence. Le caractère d'*éligibilité* relève de la certification (Vigéo). En termes de finalité, l'IMF, l'emprunteur diversifie ses sources de financement tout en réduisant la maturité et le coût. Cette ressource alternative permet à l'IMF de massifier l'offre de microcrédits. Elle est destinée au soutien de l'initiative économique d'entrepreneurs en zone défavorisée. L'architecture Microfis (figure 3) mobilise tout un ensemble de partenaires.

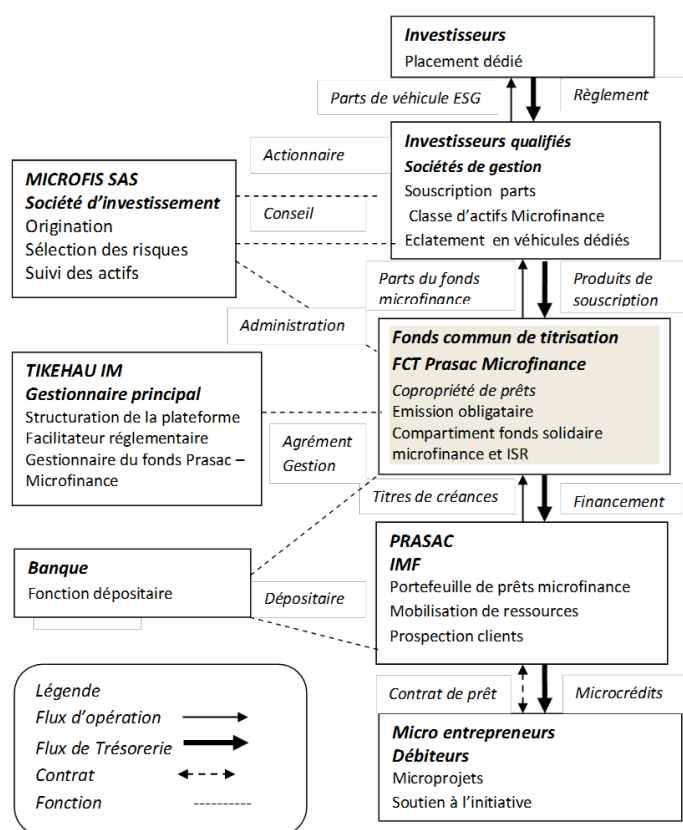


Figure 3 : Architecture MICROFIS

Les partenaires MICROFIS

Le processus de transformation d'actifs financiers en microcrédits met en jeu des partenaires dont la mission de chacun mérite d'être précisée.

MICROFIS SAS est le facilitateur. Conseil Financier agréé, il organise la liquidité nécessaire à l'existence d'un marché. Il a pour mission l'origination, l'analyse et le suivi des actifs (à l'origine du prêt à l'IMF), la structuration de l'investissement (transformation du sous-jacent en obligations cessibles, adossement des valeurs, syndication), l'administration du montage, le conseil des investisseurs. L'IMF PRASAC, est le destinataire des ressources dégagées par l'émission obligataire. Il s'engage sur la base d'une convention de prêt qui caractérise l'actif sous-jacent (durée, taux, covenants, obligations d'informations, événement de défaut...). Les termes du prêt sont adossés aux caractéristiques de l'obligation. Le produit de l'émission qui revient à l'IMF a pour vocation le financement d'opérations de microcrédits d'agents défavorisés situés en zone rurale au Cambodge. TIKEHAU IM est une SG indépendante agréée. En tant que gestionnaire principal, c'est une véritable plateforme de gestion pour compte de tiers spécialisée sur les marchés du crédit. Elle intervient comme structurateur du FCT (back office avec valorisation, versements d'intérêts...). C'est un intermédiaire réglementaire accrédité en microfinance commissionné (frais de structuration 1,75% et de gestion à 1,18%). FCT PRASAC MICROFINANCE est un fonds coté en euros à Paris sur Alternext. L'obligation, son seul actif, est logée dans ce fonds dédié. Les parts de ce fonds sont souscrites par des investisseurs qualifiés. La taille du fonds est formatée par l'émission

obligataire ciblée à 20MUSD. L'obligation a une date d'émission au 29 juin 2011, un remboursement in fine à trois ans (maturité juillet 2014) et un rendement brut de 7,65%. Elle est destinée au marché des fonds solidaires, microfinance et ISR au sens large.

INVESTISSEURS QUALIFIES sont des SG qui souscrivent à des parts émises par le FCT sur la base d'un taux de rendement potentiel de l'investissement de 6%. Ces parts Microfinance sont introduites dans leurs fonds dédiés. Ils sont conformes à la réglementation et proposés à leurs clients-investisseurs à sensibilité ESG.

Le programme fédère toutes ces parties prenantes autour d'un contrat, sur la base d'objectifs, articulé sur la base « *d'abaisser les risques opérationnels et d'optimiser les coûts de gestion des lignes d'investissement en microfinance internationale, afin que ses utilisateurs puissent en retour concevoir et promouvoir auprès du public des supports d'épargne sûrs et performants ... et de contribuer au développement des IMF en abaissant leurs coûts de financement, renforçant par la même leur efficacité économique et sociale* » (Contrat partenaires Microfis, 2011). Le montage partenarial inscrit en microfinance s'ancre dans une logique alternative.

L'opération Microfis

Situer le contexte de l'opération permet de mieux cerner les spécificités du montage. L'analyse stratégique est menée au niveau des sphères réelle et financière et au niveau de l'imbrication. Il s'agit de comprendre les risques liés au contenu et à l'architecture de l'opération.

L'analyse de la sphère réelle : Elle s'intéresse au marché de la microfinance au Cambodge. Elle aborde des aspects extra-financiers. En 2011, le développement de la microfinance au Cambodge représente un atout réel pour le développement économique (croissance supérieure à 6%) (*risque pays acceptable*) et social du pays (26% de la population vit sous le seuil de pauvreté) (*intérêt social réel*). La zone sous bancarisée propose une place active aux IMF (77% des crédits). Les 24 IMF présentes sont régulées (banque centrale, association professionnelle). Les encours IMF connaissent une croissance forte (117% en 2010) (*microfinance active*). *Le risque de corruption* est cependant important (158^{ème} pays dans le classement Transparency International) et la situation en matière de gouvernance est préoccupante (163^{ème} sur 200 pays) et se dégrade (perte de 47 places en 10 ans) (Classement World Bank Governance). *Le risque développement durable* est acceptable (notation moyenne par Vigéo). Sur l'IMF et donc à propos du *risque émetteur*, PRASAC possède une notoriété (création 1995, 2^{ème} IMF du pays en 2010, agrément IMF 2004, actionnariat international). Elle couvre le territoire (24 régions) et ses 113 000 emprunteurs qui vivent à 94% en zones rurales (*enracinement significatif*) sont pour 60% des femmes (*portefeuille de prêt original*). Ses produits sont adaptés à la clientèle défavorisée (*savoir-faire existant*). Le management est stable (*éligibilité IMF pertinente*). Sa performance sociale montre cependant des lacunes quant au ciblage des populations (*absence de segmentation*) et à la faiblesse du système d'informations (*risque de traçabilité*). La dérive d'un modèle de microfinance vers un modèle de banque commerciale pour l'IMF est à craindre (prêts moyens élevés). Le modèle exclu les clients de la gouvernance. L'absence de dépôts et la base coût/revenu (à 72%) sont à noter. La trajectoire vers une logique commerciale est posée (*risque de dérive du modèle microfinance*).

L'analyse de la sphère financière : L'opération repose sur une émission obligataire qui prend la forme d'un fonds dédié coté. Il permet de structurer la dette émise en faveur de l'IMF et de la proposer à des fonds européens. Techniquement, les principes de structuration de la dette en obligations EUR, de cotation sur un marché (Alternext), de valorisation par un tiers, gestionnaire principal (TIKEHAU) et de placement auprès de professionnels (SG) intéressent (*capacité de massification réelle*). En bout de chaîne, le montage repose sur les investisseurs qualifiés, en l'occurrence les sociétés de gestion. Elles doivent souscrire à ces actifs microfinance, c'est à dire les parts du fonds de titrisation représentative de l'obligation émise (*risque de souscription*). Ces parts ont vocation à être intégrées dans les produits à connotation ESG des sociétés de gestion. Elles servent de base aux investissements ISR d'institutionnels (*risque d'appétence*) qui développent des attentes sociales et de placement. Sur les attentes sociales, en achetant des parts de fonds de société de gestion, la représentativité microfinance est réglementaire, limitée en droit français à 10%. L'obligation microfinance en proposant une nouvelle classe d'actifs fait tomber cette contrainte puisqu'elle peut intégrer n'importe quel portefeuille (*décloisonnement du microcrédit*). Sur les attentes financières, le taux de rémunération de l'obligation est conditionné par la collecte (taux de 6% dégressif en fonction d'un moindre succès du placement). Compte tenu du niveau de risque et de la maturité, l'obligation, outre son aspect social, propose un intérêt financier limité (*logique sociale privilégiée*). Son rendement est en effet plus faible qu'une obligation OCDE moins risquée de même maturité (*attractivité financière limitée*). L'intermédiation SG-investisseurs institutionnels passe généralement par des prescripteurs. La société de gestion propose des fonds solidaires à des clients qu'elle ne connaît pas réellement. D'ailleurs, la pratique de référencement sur une plateforme contre rémunération est le modèle commercial le plus fréquent pour les SG (*risque de débouché*). Les SG restent limitées réglementairement sur la poche ISR de leurs produits dédiés ESG. Les investisseurs institutionnels sont éloignés de l'objet de microfinancement au Cambodge.

L'analyse de l'imbrication. Elle s'intéresse à la titrisation et à la répartition des missions entre les acteurs directement impliqués. En 2011, la communauté financière reste sous le coup de la crise du *subprime* et en subit encore les conséquences. L'ingénierie de la titrisation est toujours en déficit d'image (*défiance*). L'opération est pionnière. Elle propose une innovation, l'obligation microfinance, qui va impacter l'environnement concurrentiel du microcrédit. Le marché de confidentiel a vocation à s'industrialiser (*changement des règles du jeu*). Les nouveaux entrants proposent un mécanisme de désintermédiation qui repose sur un partenariat avec les acteurs historiques. La relation de confiance est donc à instaurer. Le rôle de la communication est essentiel. La médiatisation autour de l'opération est significative et cible une communauté financière qui semble réceptive. Le message est cependant brouillé sur un certain nombre d'aspects informationnels. Les absences d'historiques sur les principaux acteurs, de rating d'émission, de diversification de l'instrument, auxquelles s'ajoute la cotation sur un marché non réglementé (Alternext) sont à noter (*asymétrie d'information*). Tikéhau n'a pas de reconnaissance sur la problématique ISR. Le placement est *privé* sur un marché non réglementé. Ce cadre juridique lève des contraintes sur le respect de règles de transparence, de la standardisation de la documentation et fait transiter la levée de fonds par un intermédiaire financier. Par ailleurs, l'obligation exprimée en dollar est hors zone OCDE.

Sur l'architecture de titrisation elle-même, le modèle Microfis déroge sur certains points. Alors que la titrisation classique passe par la cession d'un portefeuille de prêts sélectionnés au FCT, dans le cas Microfis, il y a une absence de collatéral adossé. Plus précisément la contrepartie est l'engagement contractuel. Du coup Prasac conserve certes le risque de crédit des micro-entrepreneurs mais surtout n'apporte pas de garantie réelle à l'opération. Les partenaires du montage ne font l'objet d'aucune notation (MICROFIS IM, TIKEHAU, FCT) et sont parfois en interactions. Les investisseurs qualifiés sont pour certains actionnaires de Microfis SAS. SA. Tikehau IM, qui a pour second actionnaire à hauteur de 15% le Groupe Arkéa, dont sa SG est à compter parmi les investisseurs qualifiés (*risque de conflit d'intérêt*). Sur la filière, la complémentarité métiers est ambiguë. Les expertises entre Tikéhau et celles des investisseurs qualifiés se recoupent et rebondissent en termes de partage de la valeur ajoutée. Le FCT souffre de l'absence de diversification.

En définitive, le cas Microfis montre une structuration qui respecte les grandes lignes d'une logique industrielle du microfinancement. Elle s'intègre dans une perspective de développement économique et de réduction de la pauvreté. Elle peut répondre en ce sens à des attentes d'investisseurs qui s'accordent sur la réalisation d'attentes sociales et financières. Elle construit bien une passerelle entre les sphères. Mais certaines spécificités militent contre le projet et sont porteuses de risques.

2.3- Les leçons de l'échec Microfis

L'émission obligataire n'a pas connu le succès escompté. Les montants souscrits n'ont pas permis en effet de couvrir les frais d'une introduction sur Alternext. Le seuil de 10 M\$ fixé dans la documentation n'a pas été atteint. L'échec de la première obligation microfinance cotée sur un marché international rend caduque l'initiative de massification du microcrédit par voie partenariale inclusive.

La thèse de l'accusation

A posteriori sur cet échec, le Président de Microfis affirmait. « *Ma plus grande déception concerne finalement le manque de souplesse des gestionnaires d'actifs de l'univers ISR, qui n'ont pas réussi à faire une place à la microfinance comme nouvelle classe d'actif... À mon avis, il a surtout manqué une véritable volonté politique de la part des SG* » (Parant, 2011). La faute en incomberait au distributeur. L'argumentation tient en quelques phrases : « *La structure juridique du projet n'a pas été contestée. Ni sa rentabilité, estimée à 6% net, ce qui était très satisfaisant pour une obligation à trois ans, jugée peu risquée. Non, ce qui a posé problème, c'est que ce produit très innovant, peut-être trop, ne rentrait pas dans les cases. Le fait que l'obligation soit libellée en dollars a été évoqué par certains investisseurs comme un frein. De même qu'un supposé manque de liquidité.... Nous avons pris conscience qu'il faut expliquer encore plus notre démarche, rencontrer les investisseurs en amont plutôt que de courir après des maisons qui affichent leur volonté d'investir dans l'ISR mais qui, à ce stade, n'ont pas fait l'effort d'intégrer cette nouvelle classe d'actif. La prise en compte des facteurs ESG, attestée par l'agence de notation sociétale Vigeo, était pourtant la preuve que cette obligation microfinance avait toute sa place au sein de la famille ISR* » (Parant, 2011). L'opération se serait heurtée à une difficulté majeure : elle tiendrait à l'appétence des

investisseurs qualifiés, les SG, pour les titres émis et ramènerait à leur capacité de recyclage de l'obligation microfinance dans leurs fonds ISR.

La défense de l'accusé

L'avis de l'investisseur qualifié est alors important pour comprendre. Nous avons organisé un entretien semi-directif avec un gérant impliqué à ce titre dans l'expérience Microfis. Ses recommandations se sont révélées à l'époque réservées sur l'opération. Deux ans après l'émission, période permettant une prise de recul, nous avons réalisé une série d'échanges qui a permis de compléter l'information sur le sujet (avis, memorandum Prasac...) et mené un entretien semi-directif. Son objet est de comprendre l'attitude du gérant spécialiste ISR. Le guide d'entretien a abordé les thèmes suivants: l'intérêt de l'inclusion financière, l'objectif de massification, le rôle de la société de gestion, les raisons de la faible mobilisation, les leçons à tirer de l'expérience, l'avenir du microfinancement massif. L'entretien qui a duré 1 heure a été enregistré, retranscrit sous Word, a fait l'objet d'une analyse de contenu et d'un traitement Alceste.

Analyse de contenu

Sur la base de verbatims, les enseignements suivants ont été dégagés. A la question de *pourquoi les SG ont-elles boudées l'émission obligataire MICROFIS*, trois arguments ont été avancés. Le premier point est relatif à la période de l'opération. « *Cette titrisation est survenue à un moment où les SG n'étaient pas tout à fait prêtes à réentendre parler d'une telle architecture aussi mal gérée* ». Le deuxième point touche Tikeau IM, le gestionnaire principal, et de sa « *légitimité sur le marché de l'ISR* ». Il y a eu déficit de confiance de la part des gestionnaires d'actifs. Le troisième point est relatif à l'IMF. Le modèle PRASAC s'éloignait du rôle de la microfinance et dérivait vers un modèle de banque commerciale et « *la plus value sociétale était bien remise en cause* ». D'une manière générale, l'interviewé a insisté sur les aspects de risque perçus. Sur l'architecture, les défauts d'information ont été mis en avant : l'absence d'actifs titrisés (portefeuille de prêts) et donc de garantie. (absence de collatéral), le manque de diversification du FCT constitué de la seule obligation Prasac, la carence de notation des principaux participants (Microfis, Tikeau, FCT) et la note réservée de Vigéo sur Prasac. L'opération a été perçue comme une volonté de changer les règles concurrentielles. Il s'agissait d'une innovation qui se proposait d'attaquer un marché : « *Tikeau IM, qui n'a jamais été présent sur l'ISR, vient attaquer un marché par une innovation* ». Sur le rôle dévolu aux SG : elles ne se sont pas retrouvées au niveau de leur mission captée par Tikeau. Elles auraient dû être un « *filtre professionnel qui a des capacités d'analyse qui permet de sélectionner les meilleurs investissements et de comprendre l'échelle de risque que son client est prêt à prendre* ». De fait, l'appétence des SG pour la titrisation s'est révélée faible du fait d'un intérêt « *limité en termes de mission* », et d'un « *partage inégal de la valeur ajoutée* ». Sur la cible commerciale, le projet était destiné aux SG spécialisées ISR qui proposent des fonds solidaires et possèdent déjà les capacités d'analyse. « *Ils n'ont pas ciblé les bons investisseurs en s'adressant aux SG* ».

Analyse lexicale par contextes

Le discours du dirigeant est appréhendé à travers un ensemble de données textuelles extraites de l'entretien semi directif. Ce corpus est analysé par ALCESTE, outil d'analyse lexicométrique qui permet d'extraire d'un corpus homogène, les données fondamentales et

structurantes. Il y a regroupement des éléments significatifs dans différents « univers lexicaux » pour en dégager le ou les sens dominant(s). La méthode est fondée sur une heuristique qui soumet le corpus à des traitements linguistiques et statistiques. La lemmatisation du corpus élimine les « bruits » générés par les formes peu utilisées et par les désinences et suffixes pour ramener les mots à leur racine. Ce travail permet le dénombrement des formes ou mots présents et un calcul de leurs cooccurrences deux à deux. Ensuite, le texte est découpé en unités de contexte (u.c) visant à affiner la compréhension de chaque élément extrait. Enfin, le dernier traitement opère une analyse qui détermine une répartition des données obtenues en différentes classes de mots liés. Ces classes sont autant de regroupements de mots, de syntagmes et de segments répétés qui permettent de fixer les multiples univers lexicaux contenus dans un texte et d'en donner une représentation synthétique par la mise en cohérence de leurs éléments constitutifs. Les résultats de l'analyse décomposent le corpus en 5 classes regroupant 91 des 158 u.c.e soit 57%. 100% de la variance est expliquée. Le texte est découpé en segments homogènes et la classification est obtenue sur la base des oppositions fortes (tableau suivant) :

Classes	1	2	3	4	5
Unités classées (%)	34 (38%)	23 (25%)	11 (12%)	12 (13%)	11 (12%)
Mots significatifs	17	21	15	20	16

La classification descendante est ainsi construite. L'analyse des classes fait ressortir les éléments suivants :

<i>Classe 1 : L'image perturbée des investisseurs</i> -Vocabulaire spécifique (khi2, occurrence de l'u.c.e) : aujourd'hui (15, 8), utile(13,7), rentable(11,9), compte(9,5), produit (9,5), massification(6,5). -La classe procède à la description du lien négatif entre la rentabilité et l'utilité pour les clients professionnels et particuliers des SG (unité textuelle la plus significative khi2 =37) <i>Classe 2 : L'absence de garantie de l'obligation microfinance</i> -Vocabulaire spécifique (khi2, occurrence de l'u.c.e) : obligation (32, 11), créer(26,8), Prasac(19,6), sous-jacent (16,5), contrat (9,3), proposer(9,5) -La classe procède à la description de l'émission obligataire qui permet à Prasac d'obtenir un prêt (unité textuelle la plus significative khi2 =32) <i>Classe 3 : L'image perturbée du gestionnaire principal</i> -Vocabulaire spécifique de la classe 3 (khi2, occurrence de l'u.c.e) : Tikéhau (30, 4), avait (25,5), valeur(23,3), ajoutée(23,3), point(15,5), marche (12,4), était (7,4) -La classe 3procède à la description critique du rôle du gestionnaire principal dans le montage (khi2 =37) <i>Classe 4 : La nature contestable de la relation partenariale</i> -Vocabulaire spécifique (khi2, occurrence de l'u.c.e) : Plateforme (35, 6), trouver(28,5), crowdfunding(28,5), final(13,4), projet(11,5), intérêt(10,4), prescrit(8,2), -La classe procède à la description des relations en termes de transparence, de traçabilité, d'asymétrie, de rentabilité pour les modes de relation inclusive (unité textuelle la plus significative khi2 =35) <i>Classe 5 : La perte de compétence de la société de gestion</i> -Vocabulaire spécifique (khi2, occurrence de l'u.c.e) : analyse (64, 9), interne(31,5), type (30,4), capacité (30,4), moyen (19,6), fonds(12,6), -La classe procède à la description de l'utilité de la titrisation relativement capacités de la gestion (unité textuelle la plus significative khi2 =43).

Il ressort de cette analyse que les causes de l'échec sont liées à l'image des initiateurs, au caractère réservé de l'architecture, à la complexité du montage, au contexte économique-

financier au moment de l'émission, à la nouveauté de la classe d'actifs, au faible caractère microfinance de l'IMF. Elles dévoilent le rôle de l'asymétrie d'information, de la confiance et de la traçabilité dans la relation partenariale.

Les recommandations

Quelles leçons tirer de l'expérience ? L'enseignement majeur est une idée partagée que l'on trouve en filigrane tout au long de l'étude : Réussir l'étape de l'inclusion est un objectif pertinent pour solutionner l'équation de la microfinance. Pour y arriver il faut cependant encore résoudre les obstacles techniques de la diffusion à grande échelle du microcrédit. La voie est tracée pour le passage du produit de niche à la classe d'actifs microfinance. Eu égard au cas Microfis, quatre recommandations s'imposent dans le balisage d'opérations à venir :

1- Développer une approche partenariale intégrée réalisée sur une véritable imbrication des sphères autour de l'émission obligataire. La tâche n'est pas simple puisqu'il s'agit de piloter la traçabilité d'une double transformation, celle d'un portefeuille de prêt IMF en obligations microfinance cotées et celle de la transformation de l'investissement ISR des institutionnels en opérations de microcrédit. Du coup, pour instaurer la confiance les procédures de sélection et de notation jouent un rôle essentiel. La transparence est importante. On la trouve dans la sélection des IMF (modèle microfinance stabilisé et logique d'engagement par cessions réelle de créances). On trouve, en termes de fiabilité, des informations sur les acteurs (légitimité et notation), processus (organisation, réglementation) et produits (référencements). On la trouve au niveau du partage de valeur(s).

2- Titrifier sur la base d'un FCT ouvert à compartiment pour atteindre un objectif de diversification des émissions microfinance. La possibilité de loger plusieurs émissions dans un fonds permet de créer une enveloppe diversifiée tout en rassurant sur une performance connue à l'avance. La capacité du gestionnaire à sélectionner les risques est à l'origine de la relation de confiance. Cependant la titrisation impose de revisiter la relation gestionnaire principal-SG en matière de sélection des risques microfinance. En proposant un FCT, le gestionnaire principal impose son analyse et provoque une perte d'information pour les sociétés de gestion sur les investissements sous-jacents. On provoque une asymétrie d'information que les sociétés de gestion vont s'efforcer d'effacer en mobilisant leur propre compétence d'analyse.

3- Mobiliser les investisseurs institutionnels sur l'intérêt d'une classe d'actifs microfinance. Les possibilités de placement solidaire des investisseurs sont pléthoriques si bien qu'ils n'ont que le choix parmi des possibilités. La titrisation est une solution parmi d'autres qui se révèle bien complexe. Elles apportent toutes des solutions qui s'accordent sur des objectifs financiers et sociaux. L'intérêt de la corrélation de la classe d'actifs microfinance par rapport au marché est un atout à faire valoir. Pour limiter le risque d'émission, associer un sponsor investisseur qui s'engage est souhaitable. Les sociétés de gestion ne peuvent jouer qu'un rôle accessoire en matière d'investissement. La fonction prescripteur, par la relation directe avec les investisseurs, est un levier à exercer car elle met à disposition les produits et oriente les choix des investisseurs.

4- Développer une politique d'incitation publique visant à orienter l'épargne vers la finance utile et à promouvoir la microfinance comme classe d'actifs socialement responsable. Elle propose de revisiter les aspects réglementaires relatifs à la microfinance. La réflexion est en

cours et doit profiter de la vague favorable à la désintermédiation pour institutionnaliser le microfinancement alternatif.

CONCLUSION

Cette recherche expose la problématique de l'inclusion dans le domaine de la microfinance. Elle ouvre la voie à des approches partenariales originales qui méritent toute l'attention du chercheur. Les architectures mises en place proposent des solutions de mobilisation de ressources par les IMF indispensables à la massification de l'offre de micro crédits. L'architecture ingénierie de la titrisation ouvre ainsi la voie à des expériences inclusives d'envergures tant elle associe les acteurs de la communauté financière à des projets. Elle permet d'accéder à des financements alternatifs et apporte des ressources aux acteurs de l'économie sociale et solidaire pour servir des microprojets. L'expérience Microfis montre que la couche partenariale inclusive est en formation. Elle doit cependant s'affranchir d'obstacles pratiques dont celui de la mobilisation de la communauté financière autour de la problématique IMF de la finance responsable et utile. La transparence est indispensable et l'information prend un caractère stratégique pour les agents impliqués. En effet la traçabilité des opérations est une exigence essentielle pour les investisseurs qui sont attentifs à la plus-value sociétale. Au cœur du challenge à venir pour l'inclusion financière, il s'agit de renforcer la confiance et de mobiliser les partenaires sur l'intérêt de satisfaire la réalisation d'attentes sociales.

Bibliographie

- Ayayi A., Noël C. (2007), *Défis et perspectives de la recherche en micro-finance*, Aderse
- Bayol G. (2012), « Banque-PME : de la relation raisonnée à la confiance réciproque », Conférence inaugurale, CIFEPME 2012, Brest, 24 octobre.
- Boyé S., Hajdenberg J., Poursat C. (2009), « Le guide de la micro-finance », Editions. d'Organisation, 2^{ème} édition.
- Cadiou C. (2013) La difficile équation de la micro-finance : Les enseignements d'une expérience ingénierique », *African Management Studies*, Vol.1, n°1, 18 pages
- Cadiou C., Maingain J.M. (2013), « Inclusion financière et microcrédit », Congrès Aderse, Brest, 2013,
- Cadiou C., Moussavou J. (sld) (2013), Quelles voies partenariales permettraient d'intensifier l'offre de microcrédits ? Table ronde Microcrédit-Microfinance, Congrès Aderse, Brest
- Cerise (2012), www.cerise-micro-finance.org
- CGAP 2012, « Outils de financement des IMF », CGAP, site : *Portail Micro-finance*, Décembre.
- CGAP, Grameen Foundation (2010), Guide for MFIs Guarantes Agreements.
- CGAP, Grameen Foundation (2010), Guide for MFIs Securitization.
- CGAP, Grameen Foundation (2010), Guide for MFIs Equity Investments
- Chanal V., Lesca H., Martine A.C. (1997), « Vers une ingénierie de la recherche en sciences de gestion », *Revue Française de Gestion*, n° 116, pp.41-51
- Crifo P., Mottis N. (2011), « L'investissement socialement responsable en France : opportunité de niche ou placement mainstream, Créer et comprendre, N°104, pp. 14-25
- Helms B. (2006), « Access for all: Building Inclusive Financial System », CGAP –World bank.
- Juvin H. (2010), « Une nouvelle frontière de la finance », *L'Agefi Hebdo*, pp.14-20.
- Labie M. (2004), « Micro-finance : un état des lieux », *Mondes en développement*, N°126, pp. 9-23
- Lelard M. (2006), « De la finance informelle à la micro-finance », AUF.
- Lévy-Garboua V., Maarek G. (2008), « Macro psychanalyse de la crise financière », *Revue d'Economie Financière*, Hors série, pp. 115-121.
- Microfis (2011), « FCT Prasac Microfinance », Information mémorandum.
- Option Finance (2013), « Financement ; la désintermédiation est en marche », n°1216, 8 avril, pp.4-33.
- Parant C. (2010) « MICROFIS fait appel à la titrisation pour soutenir la micro-finance », AGEFI, www.agefi/articles/MICROFIS
- Parant C. (2011), « Interview de Cyrille Parant », Archives- Gestion d'actifs Les Echos, 14 octobre
- Pérez R. (2003), « la gouvernance de l'entreprise », Paris, Ed La Découverte
- Poursat C. (2012), « Outils de financement des IMF », CGAP, Portail Microfinance
- Robinson M. (2001), *The Microfinance Revolution : Sustainable Finance for the Poors*, Banque Mondiale
- Sall M. B. (2012), « La gouvernance dans les systèmes financiers décentralisés : Aspects empiriques et explications théoriques », Colloque *Entreprises et Pauvreté*, Université Gaston Berger, St Louis -Sénégal, 19 mai.
- Suchman M.C. (1995), Managing legitimacy: strategic and institutional approaches, *Academy of Management Journal*, vol. 20, n°3, pp. 571-610.

- Taupin M-T., Glémain P. (2007), « Les logiques d'acteurs des finances solidaires contemporaines: de la résistance à la résilience », *Annales de L'Economie Publique, sociale et coopérative*, Vol 78, n°4, pp. 629-661.
- Torrès O. (2002), « Essai de conceptualisation proxémique de la peitesse des entreprises » 6^{ème} Congrès International Francophone PME, CIFPME, 30 octobre-1^{er} novembre, Montréal, 18 pages
- De Vauplane H. (2014), « Désintermédiation bancaire : c'est parti ! », *Option Finance* n°1252, pp.30-31.
- Williamson O.E. (1987), *Transaction cost Economics: the comparative contracting perspective*, *Journal of Economic Behavior and Orga*