

Fonds de placement et pratiques de gouvernance en microfinance : risques et potentiels

Ludovic Urgeghe¹ , Marc Labie²

CERMI³

Abstract : la gouvernance en microfinance a fait l'objet de nombreuses publications ces dernières années mais sans toutefois aller le plus souvent au-delà de la simple transposition de ce qui se fait pour les organisations à finalité purement commerciale. Le texte présenté ici vise à proposer une démarche intermédiaire qui tout en s'appuyant sur la littérature classique de la théorie de l'agence suggère que la gouvernance pourrait être mieux analysée si elle est étudiée comme un système de relations visant à assumer la mission des IMF. Pour illustrer ce type de démarche, la question du rôle des fonds de placement en microfinance est étudiée ici.

JEL: G21, G30, G32, L2, L3, O16, O17

Introduction

Parmi les sujets qui se sont imposés ces dernières années en microfinance figure la question de la gouvernance des IMF. Deux raisons justifient cela : d'une part, la croissance importante du secteur (et des institutions) amène inévitablement à s'interroger sur le contrôle qui est exercé sur ces institutions ; d'autre part, les diverses évolutions au sein du secteur qui est par nature très hétérogène ont tendance à ramener la question de la mission première des IMF au premier plan. Face à ces deux tendances, la gouvernance peut être perçue comme un angle d'attaque intéressant. En effet, la gouvernance peut être comprise comme l'ensemble des mécanismes qui vont s'assurer qu'une organisation et ses dirigeants prennent bien des mesures qui sont conformes à la mission qu'ils se sont donnée. Pour analyser si tel est bien le cas, il y a donc lieu d'étudier plusieurs types de relations qui sont par nature fort différentes mais qui agissent in fine de manière systémique pour garantir (ou non) le respect de la mission de l'organisation.

Dans le cadre de ce texte, nous ne prétendons pas identifier l'ensemble des interactions susceptibles d'exister au sein d'un tel système. Nous nous limiterons donc à tenter de montrer que bien que différentes, ces relations peuvent être abordées sur base d'un prisme théorique unique, d'ailleurs classique en littérature sur la gouvernance, à savoir la théorie de l'agence.

¹ Ludovic.Urgeghe@umh.ac.be

² Marc.Labie@umh.ac.be

³ Centre Européen de Recherche en Microfinance - Faculté Warocqué (UMH) ó Solvay Business School (ULB)

Concrètement, notre texte se composera de quatre sections :

Dans la première section, nous synthétiserons les principales tendances en matière d'études de la gouvernance en microfinance ;

Dans la seconde, nous présenterons les différentes relations d'agence qui nous semble devoir être étudiées si on veut garantir que la gouvernance est bien au service des missions que se donnent les IMF ;

Dans la troisième, nous tenterons d'aller plus loin en analysant plus en profondeur une de ces relations d'agence, à savoir celle qui confronte les actionnaires aux gestionnaires des institutions. Nous tenterons ainsi de montrer que bien qu'étant la plus étudiée dans la littérature de gestion, il est malgré tout difficile d'établir clairement en quoi elle peut influencer ou non la gouvernance des IMF, la diversité des profils tant des IMF que des investisseurs rendant l'analyse particulièrement complexe. A cet égard, nous développons l'action des fonds de placement en microfinance car ils en offrent un exemple particulièrement intéressant.

Enfin, nous terminerons par une conclusion introduisant quelques pistes de recherche sur le sujet très vaste des fonds de placement en microfinance.

La gouvernance en microfinance

La gouvernance d'entreprise peut être définie de deux manières différentes : une définition étroite et une définition large. La littérature comporte en effet un grand panel d'auteurs qui, globalement, sont partagés entre deux grandes tendances : d'un côté, se trouvent les défenseurs d'une définition « étroite » de la gouvernance avec l'approche actionnariale, qui ne considère que les relations entre les dirigeants, le conseil d'administration et les actionnaires de l'entreprise.

De l'autre côté, nous avons une définition plus large de la gouvernance, dans laquelle « *l'organisation est vue comme un construit social résultant de l'action de différents intervenants – les actionnaires et les dirigeants, bien sûr, mais aussi les employés, les clients/bénéficiaires, les fournisseurs, les organisations de financement (de fonds de tiers), les organisations de contrôle (parmi lesquelles on retrouve généralement l'Etat), bref, l'ensemble des agents économiques interagissant avec l'organisation.* » (Labie, 2005), ce qui correspond à l'approche partenariale, ou de « l'inclusion des partenaires ».

Que l'on veuille adopter une approche ou l'autre, la littérature sur la gouvernance privilégie très largement l'étude des entreprises à but lucratif. Ainsi, la plupart des systèmes de gouvernance d'entreprise qui ont été développés jusqu'à présent s'appuient sur des théories et des mécanismes spécialement conçus pour les entreprises commerciales, orientées profit.

Concernant la microfinance, les données sont largement différentes. Ce secteur présente des caractéristiques telles qu'il convient d'appréhender la gouvernance selon un angle nouveau.

a. Les caractéristiques de la microfinance

Nous pouvons dénombrer quatre caractéristiques fondamentales de la microfinance à prendre en considération.

Premièrement, la diversité des acteurs. Dans l'industrie de la microfinance, le terme « institution de microfinance » (IMF) se réfère à une vaste étendue d'organisations, chacune fournissant des services financiers aux personnes pauvres exclues du système bancaire traditionnel. Ces IMFs peuvent être des ONG, des coopératives d'épargne-crédit, des institutions financières régulées (il est souvent question d'ONG transformées en institutions régulées dans le but de mobiliser l'épargne du public), ou encore des banques commerciales.

En second lieu, la diversité des profils des propriétaires et des apporteurs de fonds. En termes de gouvernance, l'une des différences majeures entre la microfinance et les entreprises commerciales concerne la façon dont les propriétaires des IMFs et les apporteurs de fonds vont considérer leur investissement. La relation entre la gouvernance et la propriété de l'IMF varie selon les diverses catégories d'institutions. Sans entrer dans trop de détails, les différents cas de figure sont les suivants (Labie, 2003) : premièrement, les actionnaires peuvent être purement orientés profit, dans le cas d'une banque commerciale pour laquelle la microfinance n'est qu'un autre marché permettant de se diversifier. Deuxièmement, les actionnaires peuvent avoir un profil « mixte » (c'est-à-dire soucieux de la viabilité financière mais aussi de la mission sociale) s'il s'agit d'une ONG transformée en institution financière régulée. Troisièmement, s'il s'agit d'une ONG, il n'y a simplement pas d'actionnaire et par conséquent la gestion et le contrôle de l'organisation revient habituellement aux fondateurs. Et finalement s'il s'agit d'une coopérative, les propriétaires (qui sont également les bénéficiaires de l'organisation) poursuivent des objectifs mixtes.

Par ailleurs, la grande majorité des institutions de microfinance sont financées par donations, subsides et également récemment par les fonds de placement « socialement responsables ». Au contraire des actionnaires des entreprises commerciales orientés vers la maximisation du profit, les apporteurs de fonds de la microfinance sont avant tout motivés par la mission sociale de l'institution qu'ils supportent plutôt que par le rendement de leur argent (Labie, 2005).

La troisième caractéristique fondamentale de la microfinance, directement liée à la précédente, est la diversité des objectifs. Par opposition au secteur lucratif où l'objectif unique est la maximisation du profit, la microfinance est caractérisée par un double objectif : la poursuite d'une mission sociale et la nécessité d'une viabilité financière (Rock *et al.*, 1998). La structure de

gouvernance doit donc s'assurer de manière efficace que l'IMF utilise ses ressources pour atteindre les objectifs sociaux, mais également que celle-ci est assez rentable pour (au minimum) couvrir ses coûts. De plus, selon la mission déclarée par l'IMF (atteindre le plus grand nombre de micro-entrepreneurs, renforcer le pouvoir des femmes, servir des zones rurales difficiles d'accès, etc.), les objectifs que la gouvernance devra contrôler seront différents.

La quatrième caractéristique majeure qui constitue un obstacle à la gouvernance en microfinance est la difficulté d'en mesurer les impacts. En effet, les objectifs de la microfinance étant de nature sociale avant d'être financiers, l'évaluation des résultats ne devrait pas se baser uniquement sur des indicateurs financiers tels que la valeur de l'action ou le profit de l'IMF. En microfinance (et plus généralement dans le secteur non lucratif), la gouvernance doit s'attacher à évaluer si l'utilisation des ressources par l'organisation a su créer assez d'externalités positives par rapport à l'objectif fixé au départ. La tâche de la gouvernance est donc plus difficile qu'en secteur lucratif par le fait que les indicateurs financiers ne sont plus suffisants à l'évaluation, et surtout par le fait que l'efficacité d'une institution de microfinance dépend avant tout de la satisfaction d'une tierce partie (ni les apporteurs de fonds, ni les dirigeants) mais bien du bénéficiaire visé par la mission de l'IMF (Labie, 2005).

De plus, l'évaluation de l'impact social de la microfinance s'avère extrêmement compliquée car d'une part elle nécessite de maîtriser des outils mathématiques très sophistiqués mais surtout, aucune étude n'a jusqu'à ce jour été capable de démontrer rigoureusement un impact social sur les populations démunies qui soit directement imputable exclusivement à la microfinance. La principale raison relève du fait que les personnes visées par la microfinance présentent leurs propres caractéristiques telles que l'esprit entrepreneurial, la confiance, leur réseau de relations, etc. qui font qu'une amélioration de leur situation sociale ou économique ne peut pas clairement être attribuée à l'exposition à la microfinance (Armendariz de Aghion et Morduch, 2007).

b. Les cadres d'analyse de la gouvernance

Après avoir montré les spécificités qui démarquent la microfinance des autres secteurs en termes de gouvernance, il est important de souligner que compte tenu de cette difficulté à penser une gouvernance adaptée, plusieurs auteurs ont fourni d'intéressantes contributions sous la forme de cadres d'analyse de la gouvernance des institutions de microfinance.

Alors que certains tendent à développer une grille d'analyse générale pouvant être appliquée à plusieurs types d'IMF (Labie, 2003 et 2005), d'autres suggèrent des guides plus normatifs pour implémenter un système de gouvernance spécifique pour chaque type d'IMF (Lapenu et Pierret, 2005 ; Rock *et al.*, 1998 ; Campion et Franckiewicz, 1999).

Ainsi, citons l'exemple de CERISE qui a développé un « Guide opérationnel d'analyse de la gouvernance d'une institution de microfinance » (Lapenu et Pierret, 2005) dont l'idée principale est que la gouvernance repose en grande partie sur une vision stratégique claire de l'organisation et une plus grande transparence vis-à-vis de tous les acteurs entrant en jeu. Ce cadre d'analyse de la gouvernance envisage une démarche en trois étapes : en premier lieu, examiner l'organisation pour voir qui détient le pouvoir de décision ; le deuxième point se concentre sur la façon dont ce pouvoir est exercé ; enfin le troisième point analyse la gestion des dysfonctionnements et des crises au sein de l'organisation (Lapenu et Pierret, 2005).

Dans une approche assez éloignée, Rock, Otero et Saltzman (1998) proposent dans leur ouvrage « Principles and Practices of Microfinance Governance » une série de principes pour implémenter la gouvernance dans une institution de microfinance, mais cette fois en restant focalisé sur le rôle du conseil d'administration. Selon les auteurs, le conseil d'administration est l'outil central d'une gouvernance effective des IMF. Ils définissent tout d'abord les responsabilités que les membres du Conseil doivent endosser pour une bonne gouvernance (entre autres : le respect de la mission institutionnelle, la prise de décision stratégique, la mise en place de systèmes d'information efficaces, la définition de politiques et procédures assurant la continuité de l'activité et la participation des membres, etc.). Les auteurs soulignent ensuite l'importance de quatre problématiques fondamentales en microfinance qui doivent être le centre des préoccupations du Conseil pour assurer la gouvernance effective de l'IMF : la mission double des IMF, la structure de propriété, la responsabilité du Conseil en tant qu'agent, et l'évaluation du risque en microfinance (Rock *et al.*, 1998).

La diversité des contributions de ces auteurs nous amène à considérer un point essentiel concernant le positionnement de l'approche retenue lorsque l'on s'intéresse à l'analyse de la gouvernance. En effet, on observe deux courants principaux dans la littérature sur la gouvernance : d'un côté ceux qui considèrent la seule relation entre les actionnaires, le conseil d'administration et les dirigeants de l'organisation (ce qui correspond à l'approche actionariale) dont notamment Rock, Otero et Saltzman (1998) que nous venons de mentionner, et de l'autre les partisans de l'approche de l'inclusion des partenaires, qui considèrent que la responsabilité de l'organisation est étendue à l'ensemble des acteurs qui prennent part à son activité. Un bon exemple est le guide réalisé par CERISE dont les auteurs définissent le positionnement dès l'introduction : « *L'approche de la gouvernance retenue pour ce travail s'inscrit dans le courant « analyse des relations entre les parties prenantes » plutôt que sur une approche restrictive de type « relations entre les actionnaires et les dirigeants ».* Il s'agit donc d'appréhender la gouvernance dans sa globalité et d'identifier les principaux enjeux pour l'ensemble des acteurs impliqués » (Lapenu et Pierret, 2005).

Bien que ces approches soient opposées dans leur conception de la gouvernance, nous pouvons leur trouver un point commun, à savoir la théorie de l'agence.

En effet, que nous prenions le parti d'une approche ou de l'autre, la gouvernance se réfère toujours à un élément fondamental commun aux deux approches, qui est la relation d'agence entre les acteurs. Dans une acception très large, « *une relation d'agence existe lorsqu'une personne ou entité fait quelque chose au nom d'une autre personne ou entité. On se réfère à celui qui fait l'action comme étant l'agent, alors que celui pour lequel l'action est faite est appelé le principal* » (Olson, 2000 ; traduction libre).

Nous étudierons donc la gouvernance sous l'angle de la théorie de l'agence, tout en tenant compte de la diversité caractéristique de la microfinance.

La gouvernance comme un système de relations d'agence

Depuis ses débuts, l'étude de la gouvernance s'est développée dans le but principal d'analyser et de comprendre la relation d'agence existant entre les actionnaires et les dirigeants des grandes firmes commerciales, et de réduire les coûts qui en résultent.

Cette relation d'agence peut s'énoncer comme suit : les propriétaires de l'entreprise commerciale mettent leurs ressources financières à disposition des dirigeants en échange du plus grand profit possible. Les dirigeants, qui sont des agents employés pour maximiser le profit des principaux (les actionnaires), ne vont pas forcément agir de la sorte et peuvent commettre de « l'aléa moral » et poursuivre ainsi leur intérêt personnel au détriment de celui des actionnaires.

Les actionnaires vont donc mettre en place des mécanismes de contrôle pour s'assurer que les dirigeants ne prennent pas de décisions satisfaisant leur intérêt personnel mais contribuent bien à la maximisation du profit. Ces moyens de contrôle sont souvent liés à la constitution d'un Conseil d'Administration, à des incitants financiers liant la performance de l'entreprise à la rémunération des dirigeants ou encore au contrôle par le marché ; ce dernier se traduisant par la menace que l'entreprise soit visée par une acquisition hostile d'un concurrent dont les actionnaires pensent pouvoir augmenter la valeur de marché en remplaçant l'équipe dirigeante en place.

Comme nous avons déjà pu en avoir l'intuition en développant les caractéristiques de la microfinance, ces outils de la gouvernance « classique » ne sont clairement pas adaptés à la réalité des IMF, qui n'évoluent pas dans un monde où la maximisation du profit est le seul objectif. Les outils traditionnels de la gouvernance que nous venons de mentionner ne sont donc pas suffisants à élaborer une bonne gouvernance en microfinance.

Dans les sections suivantes, nous analyserons les institutions de microfinance sous l'angle de la théorie de l'agence, mais en adoptant une approche différente de celle habituellement utilisée en gouvernance.

Nous allons identifier les différentes composantes d'un système de relations d'agence, dans lequel chaque partie prenante de l'institution a un rôle à jouer. Nous allons pour ce faire examiner d'autres relations d'agence importantes au sein de l'IMF, au-delà de la relation « classique » confrontant les actionnaires et les dirigeants. L'idée est que ces relations, pourtant de nature différentes, agissent de manière systémique pour garantir (ou non) le respect de la mission de l'institution et font donc partie intégrante de la gouvernance.

Pour simplifier le raisonnement, nous ne ferons pas à ce stade de distinction entre les différents types d'IMF (ONG, coopératives, banques, ...) citées plus haut. Nous nous baserons sur une institution « théorique », ayant ses activités dans un pays en développement, offrant des crédits et des produits d'épargne à des personnes à bas revenus; et nous examinerons les relations d'agence qui résultent de ses activités⁴. Dans ce cadre, nous nous plaçons donc dans une approche plutôt partenariale de la gouvernance.

a. La relation entre les propriétaires et les dirigeants

Comme nous l'avons mentionné dans la section décrivant les profils des propriétaires des institutions, il existe deux types de propriétaires en microfinance : les actionnaires purement orientés profit d'un côté, et ceux présentant un profil « mixte » de l'autre. Concernant les actionnaires orientés profit, la relation d'agence qui en résulte est la même que dans la gouvernance traditionnelle.

Cependant concernant les profils mixtes, les actionnaires confient leurs ressources aux dirigeants des IMF dans le but premier de provoquer un impact social, et dans une moindre mesure pour obtenir un rendement raisonnable sur leur investissement.

Les coûts d'agence qui résultent de cette relation sont les coûts supportés :

- Par les propriétaires, pour s'assurer que l'IMF est gérée en accord avec sa mission sociale et d'une manière assurant la viabilité financière ;
- Par les dirigeants, pour montrer aux propriétaires qu'ils agissent selon la mission de l'institution et leur permettre ainsi de garder leur emploi.

Premièrement, et compte tenu du fait que l'évaluation des impacts sociaux est très difficile, comment les actionnaires peuvent-ils contrôler la poursuite de la mission sociale par les dirigeants ?

Une manière d'y parvenir est d'implémenter dans l'institution un système de gestion de la performance sociale (Kinet, 2007). En effet, étant donné que l'évaluation de l'impact est souvent difficile à implémenter de manière rigoureuse, le meilleur moyen d'évaluer si la mission sociale est bien poursuivie est d'évaluer le processus complet au sein de l'IMF qui va conduire à atteindre les objectifs sociaux.

⁴ Bien entendu pour aller plus loin, il serait souhaitable de faire ces distinctions pour l'ensemble des relations mentionnées ci-dessous.

La performance sociale est définie comme étant une traduction effective de la mission d'une institution dans la pratique (Lettre du CGAP, novembre 2007). Cette performance sociale fait déjà l'objet d'une attention particulière, notamment par les agences de notation spécialisées en microfinance telles que Microfinanza, qui a développé une méthodologie de notation basée sur la notion de performance sociale (Microfinanza Rating, mars 2007). Un tel système permet aux propriétaires de l'IMF de contrôler que les ressources mises en œuvre ainsi que les processus internes conduisent à la production d'externalités susceptibles d'avoir un impact social (Kinet, 2007).

Pour ce qui est des dirigeants, un moyen de montrer qu'ils travaillent pour remplir la mission de l'institution peut donc être de demander une notation sociale par une agence spécialisée. Cette initiative serait un signal fort de leur confiance concernant l'adéquation des activités de l'institution avec la mission déclarée.

Pour illustrer cette relation d'agence entre les actionnaires et les dirigeants des IMF, nous développerons dans la dernière section les effets de l'émergence des fonds de placement en microfinance.

b. La relation entre les apporteurs de fonds et les dirigeants

Nous pouvons distinguer les apporteurs de fonds qui financent des IMF orientées profit de ceux qui financent des IMF à but non lucratif (ou mixte). Dans les deux cas, la relation d'agence est bien présente car les bailleurs ne sont pas certains si les dirigeants vont utiliser l'argent reçu pour poursuivre la mission de l'institution (que ce soit le profit ou la réduction de la pauvreté) ou bien pour satisfaire leur intérêt personnel.

A propos de la différence entre les organisations à but lucratif et celles à but non lucratif, certains auteurs avancent que la gouvernance ne peut être pleinement efficace que dans un contexte de recherche du profit, car ce n'est que dans ce contexte que les mécanismes internes (la hiérarchie, le conseil d'administration, le contrôle budgétaire) et externes (le contrôle par le marché) sont les plus puissants pour inciter les dirigeants à respecter les règles. Pour eux, la contrainte de non-distribution des revenus affaiblit la structure de gouvernance dans les organisations non lucratives (Milgrom et Roberts, 1997 dans Cornee, 2006).

Une raison qui va dans le sens de ces arguments est l'importance des asymétries d'information qui existent entre les apporteurs de fonds et les dirigeants des institutions en microfinance, au vu de la multiplicité des objectifs et de la difficulté de mesurer les impacts que nous avons mentionnés plus haut. Cependant, il est important de ne pas négliger les aspects positifs de telles asymétries, à savoir le rôle de la confiance dans les relations d'affaires (Cornee, 2006). En effet, l'élargissement de l'espace discrétionnaire du dirigeant résultant d'un contrôle moins strict par les apporteurs de fonds constitue un signe de confiance de ces derniers en

l'institution, et donne une raison supplémentaire au dirigeant à s'engager dans la poursuite de la mission.

c. La relation entre l'IMF et les emprunteurs

A côté de la relation entre les propriétaires ou apporteurs de fonds et les dirigeants, une relation d'agence beaucoup plus importante est celle qui confronte l'IMF à ses emprunteurs. En effet en microfinance, le problème du recouvrement des crédits est fondamental pour la viabilité des institutions (Mersland, 2007).

Pour en illustrer l'importance, rappelons que si elles ne prennent pas de mesures très strictes en ce qui concerne le recouvrement des crédits, les institutions de microfinance peuvent s'empêtrer dans un cercle vicieux. Celui-ci commence par une détérioration de la qualité du portefeuille qui conduit à enregistrer des coûts supplémentaires en compte de résultats sous forme de provisions, ce qui réduit les possibilités d'autofinancement de la croissance. En s'amplifiant, ce phénomène peut réduire de plus en plus le patrimoine de l'institution jusqu'à sa destruction.

En termes de crédits, la microfinance rencontre les mêmes difficultés que les banques traditionnelles : les asymétries d'information et les problèmes de sélection inverse et d'aléa moral qui leurs sont liés. Comment l'IMF va-t-elle s'assurer que l'emprunteur ne prendra pas de risques excessifs avec le crédit qu'il reçoit ou ne mentira pas sur l'utilisation du crédit, ce qui augmente le risque que l'IMF ne soit pas remboursée ?

Dans le monde bancaire classique, plusieurs solutions sont envisagées : la première est l'analyse de la solvabilité du client. La banque réunit des informations telles que l'historique de crédit de l'emprunteur, ses revenus, ses garanties possibles, etc. dans le but d'évaluer sa capacité à rembourser un crédit en tenant compte de sa situation.

Les banques ont également recours à des garanties matérielles, lesquelles consistent en un droit qu'a la banque de saisir ce bien et de le vendre en cas de défaut dans le remboursement du crédit par le client. Ce mécanisme joue le rôle de protection contre les pertes que supporte la banque en cas de non paiement de ses clients.

En somme, dans les pays en développement, les populations pauvres n'ont pas de biens pouvant servir de garanties matérielles en tant que telles, et de surcroît il n'existe pas de moyen formel et certain de prouver la solvabilité des personnes. Alors comment fait la microfinance ?

En microfinance, des garanties sont également demandées, mais elles sont adaptées au contexte. Ceci signifie que l'on va demander des garanties qui seront des biens non pas avec une valeur marchande qui permettrait de couvrir la perte en cas de défaut, mais des biens avec une valeur sociale, dont la perte serait plus handicapante pour les clients car touchant à leur statut social. La télévision en constitue un bon exemple. Elle n'a en général

aucune valeur de revente pour l'IMF mais la peur de la perdre met une sorte de pression sociale sur l'emprunteur pour ne pas la perdre, car avoir une télévision est le signe d'un certain statut social.

Pour la partie analyse de solvabilité, les IMF ont adopté une méthodologie de « crédit progressif » leur permettant de ne pas trop souffrir des lacunes d'informations formelles, de réduire les risques et d'inciter les clients à rembourser. Ainsi, en prêtant tout d'abord de petits montants, et en augmentant peu à peu la taille du crédit si les remboursements sont bons, l'IMF peut éviter les comportements déviants (l'aléa moral) de la part du client. Ce dernier sait en effet qu'il doit tout faire pour être capable de rembourser s'il veut avoir accès à un autre crédit, qui sera plus important. De cette manière, il ne prendra pas de risques excessifs avec l'argent prêté par l'IMF (Armendariz de Aghion et Morduch, 2007). De plus, cette méthode implique une relation de long terme, qui permet à l'IMF de rassembler progressivement des informations sur l'emprunteur.

Cependant, si ce système fonctionne bien sur le long terme, il existera toujours une incertitude sur le nouvel emprunteur au tout début de la relation, ce qui laisse le risque sur le premier crédit accordé à un niveau élevé. Considérant cela, il semble important pour l'institution de disposer de quelques informations sur les clients potentiels, du moins pour le processus de sélection. Une solution possible serait d'instaurer des centrales de crédit qui centraliseraient les historiques de crédit des emprunteurs dans le pays ou la région où l'institution opère. Il est également important que cette information ne soit pas seulement accessible aux IMF régulées mais également aux ONG et coopératives qui accordent des crédits.

d. La relation entre les épargnants et l'IMF

L'épargne est une source importante de financement pour les IMF. Mais avant tout, elle répond à un besoin fondamental au sein des populations des pays en développement. En effet, plus une personne est pauvre, plus il est vital pour elle d'épargner (en tout cas de mettre en sécurité) ce qu'elle possède. Par conséquent, il est très important que les IMF prennent soin de l'argent déposé par leurs clients et qu'elles convainquent également ces derniers que le système est sûr.

Dans cette relation d'agence, le principal est le client qui amène son épargne à l'IMF, qui est donc l'agent. Dans le but d'assurer la poursuite de sa mission sociale, l'IMF doit inspirer la confiance de ses clients, en d'autres termes elle doit assurer aux clients que leur argent est en sécurité et disponible aux moments et aux conditions convenus au départ.

Pour susciter la confiance des épargnants, la principale solution réside dans le fait d'être une institution régulée, qui soit autorisée légalement à collecter l'épargne. Ceci est une condition nécessaire pour recevoir l'épargne dans beaucoup de pays, mais n'est pas forcément suffisante. En effet, au-delà de l'aspect réglementation, les produits d'épargne doivent être adaptés aux besoins des clients en termes de flexibilité, de disponibilité et de sécurité de

leur argent. Les coûts d'agence supportés par l'IMF pour assurer aux clients qu'il n'y a pas d'aléa moral peuvent être alors considérés comme étant les coûts du développement des produits, ainsi que le coût des infrastructures nécessaires pour sécuriser l'épargne (coffres-forts, agents de sécurité, etc.).

e. La relation entre les dirigeants et les agents de crédit

Nous considérons ici la relation d'agence qui confronte les dirigeants de l'IMF (les principaux) aux agents de crédit (les agents). En effet, les dirigeants délèguent une part des décisions quotidiennes telles que l'octroi des crédits à leurs agents de terrain. Des asymétries d'information existent par le fait que les actions et les efforts consentis par ces agents pour remplir les objectifs sont généralement impossibles à observer directement par les dirigeants, et cette situation présente un risque d'aléa moral. Les dirigeants doivent donc trouver le moyen de pousser les agents de crédit à maximiser leurs efforts dans le but d'atteindre les objectifs fixés par la mission de l'IMF (Armendariz de Aghion et Morduch, 2007).

Ce problème souligne l'importance fondamentale de l'élaboration des contrats ainsi que du contrôle interne.

Dans leur ouvrage intitulé «The Economics of Microfinance», Beatriz Armendariz de Aghion et Jonathan Morduch (2007) expliquent que le principal doit élaborer le meilleur contrat possible, défini comme étant le contrat qui encourage l'agent à fournir l'effort maximal pour satisfaire les intérêts du principal. Pour y arriver, les auteurs insistent sur plusieurs éléments essentiels à garder à l'esprit. Premièrement, il est important de prendre en compte la diversité des objectifs que les agents doivent poursuivre pour l'institution. Nous rappelions plus haut que deux objectifs cohabitent souvent dans les IMF : la réduction de la pauvreté et la viabilité financière. Par conséquent, les plans d'incitants doivent être élaborés avec attention pour ne pas pousser les agents à poursuivre le « mauvais » objectif. Par exemple, si les employés obtiennent des bonus uniquement en fonction des taux de remboursement des crédits qu'ils accordent, ils pourraient être tentés de se concentrer sur une clientèle plus riche dont la probabilité de remboursement est plus élevée. De cette manière, seul le côté « viabilité financière » de l'objectif double de l'IMF sera atteint. Une solution avancée par les auteurs à ce problème de tâches multiples serait de mettre en place une spécialisation fonctionnelle parmi les agents, d'embaucher ainsi des agents qui seraient chacun spécialisés dans une tâche bien précise, ce qui rendrait le contrôle des objectifs plus clair et les incitants plus faciles à définir pour chacun. En deuxième lieu, les auteurs soulignent l'importance de ne pas récompenser les employés uniquement sur des performances observables et facilement mesurables telles que le nombre de crédits octroyés ou encore le taux de remboursement, car ceci pourrait leur faire négliger les aspects moins visibles, plus « sociaux » de leurs fonctions (par exemple le fait de cibler les femmes). Le système de récompenses du personnel ne doit donc pas être uniquement centré sur les résultats financiers mais également sur les aspects de la mission sociale de l'institution.

Parallèlement au système d'incitants et de récompenses, la relation d'agence entre les dirigeants et les agents de crédit souligne l'importance fondamentale du contrôle interne. Anita Champion débute son guide pratique sur le contrôle interne (Champion, 2000) avec l'histoire d'une IMF égyptienne dans laquelle un agent de crédit avait détourné l'argent de nombreux crédits pendant plus de deux ans, en créant des clients fictifs et en simulant des défauts de paiement de leur part. La fraude, dont il est question ici, est directement liée aux asymétries d'information induites par cette relation d'agence. Pour limiter ce risque (la fraude des agents de crédit étant le type d'aléa moral le plus répandu dans les IMF), le contrôle interne peut prévoir, entre autres, les procédures suivantes : séparation des tâches, signature obligatoire d'un supérieur sur tous les documents de crédit et double vérification, contrôle physique de la caisse, ou encore des contrôles liés au système informatique tels que la limitation des accès (Champion, 2000). Le but ici n'est pas d'entrer dans les détails du contrôle interne, mais d'insister sur son importance au niveau de la relation d'agence que nous sommes en train d'examiner. Le principal doit mettre en place des procédures de contrôle appropriées afin de minimiser les risques principaux auxquels l'IMF est confrontée : le risque de crédit, le risque de liquidité, le risque de taux d'intérêt, le risque de transaction et enfin, le risque de fraude (Champion, 2000).

Nous avons tenté, à travers cette section, de donner un aperçu des différentes relations d'agence qui coexistent au sein d'une institution de microfinance. Sans prétendre être exhaustif, le but était de faire percevoir la complexité que la gouvernance peut revêtir dans une optique systémique d'inclusion des partenaires. Chacune de ces relations d'agence est complexe, et il est donc difficile de percevoir l'ensemble des effets qu'elles induisent sur un système de gouvernance qui les prendrait toutes en compte. Pourtant, cela serait très utile pour bien comprendre le fonctionnement profond des IMF.

Dans le cadre de ce papier, nous allons nous intéresser à développer un exemple plus en détails afin d'illustrer la diversité et la complexité des effets liés à ces relations d'agence.

Nous avons choisi de prendre le cas de l'émergence des fonds de placement en microfinance. Deux raisons justifient le choix de cet exemple. Premièrement, ces fonds investissent dans les IMF principalement en fonds de tiers mais également en capitaux propres. Dans le cas des participations en capital, il s'agit d'une relation d'agence de type « actionnaires/dirigeants », qui est la relation d'agence la plus largement étudiée dans la littérature. Deuxièmement, les fonds de placement connaissent un développement très important, leur influence semble donc amenée à croître dans les années à venir.

L'influence des fonds de placement sur la gouvernance des IMF : une première approche

Depuis quelques années, de nouveaux acteurs sont apparus dans le secteur de la microfinance: les investisseurs privés et commerciaux provenant des marchés internationaux des capitaux. Ces derniers placent leur argent auprès des institutions de microfinance via des fonds de placement, souvent appelés « socialement responsables », mais qui peuvent prendre diverses formes, que ce soit en termes de statut juridique, de taille, de profil des investisseurs ou encore de la spécialisation du fonds (crédits, garanties ou participations au capital).

a. Définitions

Définissons tout d'abord ce que nous entendons par « fonds de placement » pour la microfinance. Nous prendrons la définition de Patrick Goodman: « *Les fonds de placement en microfinance sont des véhicules qui ont été spécifiquement conçus pour investir dans des actifs en microfinance (...), dans lesquels les investisseurs sociaux ou commerciaux, privés ou institutionnels, peuvent investir.* » (Goodman, 2007, traduction libre). On peut lire dans cette définition que les investisseurs qui utilisent les fonds de placement sont de natures très diverses ; cette diversité a d'ailleurs engendré une déclinaison de plusieurs types de fonds, selon la combinaison des profils des investisseurs et des objectifs poursuivis.

En effet, les acteurs qui investissent en microfinance de manière indirecte via les fonds de placement sont très diversifiés : on y retrouve des agences de développement, des investisseurs sociaux, commerciaux, des particuliers ou encore des ONG (Goodman, 2003).

Suivant la diversité des investisseurs, les fonds de placement peuvent ainsi être classés dans différentes catégories selon la nature de leurs objectifs⁵ :

Les fonds de développement, qui se focalisent sur les aspects de développement de leurs investissements plutôt que sur leur rendement financier, offrent en général des conditions de financement plus favorables que celles du marché ainsi que de l'assistance technique aux IMF. Les objectifs premiers des bailleurs du développement (donneurs privés, agences de développement, investisseurs sociaux et institutionnels) est de mettre du capital à disposition des IMF pour financer leur croissance. Leurs attentes en termes de rendement se résument généralement à un taux similaire à celui de l'inflation.

Les fonds quasi-commerciaux, ont des objectifs de rendement financier clairement définis, tout en maintenant des objectifs clairs de développement. Les investisseurs ciblés sont ici les agences de

⁵ Traduit de l'anglais et adapté de **Goodman, P., (2007)** «*Microfinance Investment Funds: Objectives, Players, Potential* (voir section Références).

développement et les bailleurs privés qui veulent investir en fonds propres ou quasi fonds propres dans les IMF.

Les fonds commerciaux, enfin, ciblent principalement les investisseurs purement financiers, autant privés qu'institutionnels. Le but de ces fonds est d'offrir un double rendement social et financier, au travers de prêts aux IMF financièrement viables (il n'est donc pas question ici de financement subsidié). Une caractéristique intéressante des fonds commerciaux est qu'ils vont renforcer les exigences de transparence et de clarté des informations financières et non financières qui devront être transmises par les institutions aux fonds. En effet, les investisseurs commerciaux veulent connaître exactement l'usage de leurs investissements, leur performance, quelle IMF est financée, etc. et par conséquent, les informations présentes dans les rapports annuels ou toute autre publication des fonds à destination de leurs investisseurs devront être plus claires et transparentes.

Comme nous venons de le décrire, la majorité des investissements pratiqués par les fonds (les trois catégories confondues) prennent la forme de crédits aux institutions de microfinance, alors que les participations en capital ne sont pas encore très répandues. En 2005, la part totale des participations en capital pour tous les fonds de placements en microfinance était de 23% du total des investissements, avec une certaine disparité entre les types de fonds. En effet, cette part s'élevait en décembre 2005 à 37% des investissements pour les fonds de type semi-commerciaux⁶.

Cependant selon la plupart des auteurs, les fonds qui investissent en capitaux propres ont à l'heure actuelle une taille encore trop réduite pour être capables d'acheter du capital à grande échelle dans les institutions de microfinance (Köhn et Jainzik, 2007). Il est tout de même important de souligner que même si pour l'instant les participations en capital sont encore jugées trop risquées par bon nombre d'investisseurs commerciaux et institutionnels, ceci pourrait changer à mesure que les marchés locaux des capitaux se développent et gagnent en transparence et que la microfinance devient plus mature en tant qu'industrie.

Nous avons donc vu qu'à l'instar des institutions elles-mêmes, les fonds de placement en microfinance présentent des caractéristiques propres qui se traduisent par une diversité dans les profils de leurs investisseurs et dans la nature de leurs objectifs, ce qui rend la compréhension et l'étude de leurs effets assez difficile. Pour tenter néanmoins d'élaborer une première approche dans l'analyse de ces effets sur le secteur de la microfinance, nous avons parcouru la littérature de la gouvernance « classique », et avons identifié quelques conséquences possibles de l'action des fonds de placement sur la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent.

⁶ Chiffres présentés par Patrick Goodman lors de son cours « Microfinance Investment Vehicles » pour l'European Microfinance Programme à Bruxelles, le 10 décembre 2007.

b. Les effets sur la gouvernance des entreprises

Lorsque l'on parle des fonds de placement dans la littérature, on les considère la plupart du temps comme faisant partie de la catégorie des investisseurs institutionnels, c'est-à-dire des investisseurs détenant de grands blocs d'actions qui leur donnent un pouvoir de contrôle sur les entreprises dans lesquelles ils investissent. Nous emploierons donc le terme « investisseurs institutionnels » pour désigner n'importe quel type d'investisseur (pas uniquement des institutions), dont la principale caractéristique est de détenir de très gros blocs d'actions dans les entreprises de leur portefeuille.

Plusieurs effets positifs et négatifs de l'action de ces investisseurs sur la gouvernance peuvent être considérés :

En termes de gouvernance, le principal effet positif des investisseurs institutionnels avancé par la plupart des auteurs est l'activisme dont ils peuvent faire preuve dans la gestion de leurs participations dans le capital des entreprises. L'activisme institutionnel peut être défini comme étant le contrôle par les investisseurs institutionnels de la performance et de la gouvernance des entreprises dans lesquelles ils investissent, couplé, si nécessaire, à des efforts proactifs ayant pour but de changer le comportement de la firme ou ses règles de gouvernance (Bianchi et Enriques, 2001). Cet activisme est légitimé par la taille de la participation de ces investisseurs (par exemple au-delà de 5 pourcent du capital de l'entreprise) qui leur donne un droit de contrôle et des moyens de pression pour pousser les dirigeants des entreprises investies à adopter certains changements ou ne pas poursuivre dans une voie qui ne leur convient pas (Bianchi et Enriques, 2001). L'activisme des institutionnels est donc un moyen d'aligner les intérêts des dirigeants sur celui des actionnaires, et donc de réduire le problème d'agence associé à cette relation. Soulignons toutefois que cette conclusion n'est pas aussi systématique qu'elle en a l'air. Ainsi, dans son article « Can institutional investors fix the corporate governance problem ? », Caspar Rose (2007) conclut que les investisseurs institutionnels ne sont pas forcément efficaces pour renforcer les intérêts des actionnaires via une pression sur les managers. Il insiste sur l'importance d'élaborer des contrats présentant les mécanismes d'incitants appropriés au sein-même des fonds de placement, si l'on veut que leurs managers s'impliquent dans un suivi actif de la gestion et contribuent à réduire les problèmes d'agence entre les actionnaires et les dirigeants.

Par ailleurs, un grand nombre d'études ont montré que la présence d'actionnaires détenant de gros blocs d'actions peut également avoir des effets négatifs sur la gouvernance.

Premièrement, les investisseurs institutionnels pourraient tenter de tirer parti de leur position de force pour s'approprier des gains « personnels » au détriment des petits actionnaires ou des autres parties prenantes telles que les dirigeants, les employés et les autres apporteurs de fonds. Ainsi, tout comme il peut exister un enracinement des dirigeants au sein des firmes, le même effet peut avoir lieu dans le chef d'un actionnaire majoritaire, qui

pourrait priver les minoritaires de leurs droits pour s'accaparer des profits (Altunbas *et al.*, 2007).

Deuxièmement, cet effet « d'enracinement » amené par le contrôle considérable que les investisseurs institutionnels détiennent peut leur apporter des bénéfices plus « privés » tels qu'une influence accrue au niveau politique par exemple. La recherche de la maximisation de ces bénéfices peut entacher l'efficacité du contrôle que les institutionnels doivent maintenir sur la firme (Morck *et al.*, 2005 dans Altunbas *et al.*, 2007).

Troisièmement, l'existence des institutionnels dans le capital d'une entreprise peut amener les plus petits actionnaires à profiter de la situation pour éviter encore plus leur responsabilité de contrôle, et adopter ainsi un comportement de resquilleur.

Ces effets contrastés des investisseurs institutionnels sur la gouvernance mènent à des avis partagés dans la littérature. Certains auteurs prônent l'existence d'une relation entre la structure de propriété et la valeur de la firme tandis que d'autres réfutent l'existence de cette relation.

Voyons maintenant à quels effets nous pouvons nous attendre sur le secteur de la microfinance.

c. Les effets attendus propres à la microfinance

Dans le cadre de cette première approche, nous avons choisi d'examiner les possibles effets de ces fonds de placement sur la microfinance lorsqu'ils jouent le rôle d'investisseurs institutionnels, même si nous avons souligné le fait que les participations en capital ne sont pas encore très répandues et que leur développement est entravé par un certain nombre d'obstacles.

Cependant, il est raisonnable de penser qu'étant donné le développement assez significatif des fonds de placement en microfinance, les parts en capitaux propres détenues par les investisseurs sont appelées à croître dans les années à venir. Partant de ce constat, il nous paraît important d'étudier les effets que ce nouveau type d'investisseurs institutionnels qui détiendra de larges portions du capital des IMF peut avoir à terme sur le secteur.

Nous pouvons attendre des effets positifs et négatifs sur le secteur de la microfinance.

Premièrement, soulignons l'importance des fonds de placement en microfinance pour le rôle d'activistes qu'ils pourraient avoir sur le secteur. Comme nous l'avons mentionné plus haut, les investisseurs institutionnels peuvent faire preuve d'activisme en mettant en œuvre plusieurs moyens pour faire pression sur les dirigeants et ainsi avoir une influence sur la gestion. Dans un contexte de peur des « dérives de mission » des IMF comme conséquences du rapprochement de la microfinance et des marchés des capitaux, un activisme « social » de la part des fonds de placement peut venir réduire les doutes du public à ce niveau.

Deuxièmement, un autre effet positif concerne le coût des contrôles que les actionnaires doivent supporter pour s'assurer que les dirigeants agissent bien dans l'intérêt de la mission de l'IMF. Les investisseurs institutionnels, de par leur taille, sont les seuls à pouvoir facilement supporter les coûts des contrôles étendus nécessaires pour réduire les problèmes d'agence avec les dirigeants. Les petits actionnaires, quant à eux, vont souvent préférer diversifier leurs risques en gérant leur portefeuille de participations plutôt que d'accepter de supporter les coûts des contrôles (Labie, 2003).

Troisièmement, les placements en capitaux propres peuvent avoir un effet positif sur les efforts des IMF en termes de structure de gouvernance. Particulièrement en cas d'introduction en bourse, les institutions devront se plier aux exigences de transparence et de gouvernance beaucoup plus strictes qui sont appliquées aux entreprises cotées, ce qui peut encourager les bonnes pratiques de gouvernance à travers le secteur (Reddy, 2007).

Concernant les effets négatifs des fonds de placement en microfinance, la menace majeure est le risque de dérive de mission des institutions.

En effet, en considérant les fonds de placement commerciaux : lorsque des investisseurs commerciaux (les banques par exemple) entrent dans le capital d'une IMF en tant qu'actionnaires majoritaires, de sérieux doutes peuvent être émis quant au maintien de la mission initiale (Köhn et Jainzik, 2007). Les auteurs insistent sur le fait que lorsqu'une IMF ouvre son capital au marché international, particulièrement dans le cadre d'une introduction en bourse, il est vital qu'un organe de supervision composé des « bons représentants » soit mis en place pour assurer le maintien de la mission sociale.

Un autre effet négatif réside dans le constat que seul un petit groupe d'IMF totalement viables présente les caractéristiques requises pour recevoir les investissements du monde commercial (Labie, 2007). Par conséquent, parmi les quelques 10.000 IMF existantes dans le monde, on peut s'attendre à ce qu'une énorme partie soit condamnée à rester en-dehors du champ des fonds de placement commerciaux. La question à se poser est alors de savoir si ces institutions viables, voire profitables, sont bien celles qui ont le plus besoin d'accéder à ces nouvelles sources de financement alors que d'autres institutions, plus petites, moins visibles, ont peut-être beaucoup plus besoin du soutien financier ou de l'assistance de professionnels du secteur formel.

Nous venons de mentionner quelques effets positifs et négatifs auxquels nous pourrions nous attendre, mais il reste encore certains obstacles au développement des fonds de placement en capitaux propres, qui ne sont pas négligeables.

d. Les obstacles aux participations en capital

Un premier obstacle concerne les aspects de risque des investissements en microfinance. En effet, alors que les IMF sont raisonnablement considérées comme peu risquées en ce qui concerne le remboursement des prêts qu'on leur accorde (grâce à leur taux de remboursement des clients qui sont habituellement bien meilleurs que dans le monde bancaire traditionnel), les participations dans leur capital sont, quant à elles, considérées comme très risquées par les investisseurs et ce pour plusieurs raisons :

Premièrement, le but visé par les IMF et son influence sur la gestion. Certains auteurs avancent que la recherche d'un but social et les considérations morales qui accompagnent la microfinance « détournent » en quelque sorte l'entrepreneur de la voie vers la viabilité financière et commerciale. Par conséquent, les pratiques de gouvernance peuvent en souffrir et ne pas être efficaces (Pouliot, 2007).

Deuxièmement, l'alignement des intérêts des différents acteurs tout au long de la chaîne des investisseurs est très difficile à obtenir. En effet, nous nous trouvons ici face à un double, voire triple problème d'agence (adapté de Labie, 2003). Les bailleurs investissent dans les fonds de placement (ex : les agences de développement) et confient donc leur argent aux managers des fonds proprement-dits (première relation d'agence), lesquels prennent des participations dans les IMF (deuxième relation d'agence). Les managers des fonds jouent donc le rôle de principal dans leur relation avec les dirigeants des IMF, mais ils sont en même temps les agents dans la relation qui les confronte aux actionnaires de leur fonds (troisième relation d'agence).

Cette cascade de problèmes d'agence souligne que sans des moyens efficaces pour inciter les différents acteurs à aligner leurs intérêts et sans une adhérence générale sur un même rendement attendu, la gouvernance aura du mal à jouer son rôle tout au long de la chaîne pour maintenir le respect de la mission des IMF (Pouliot, 2007).

Finalement, un dernier obstacle important au développement des participations en capital dans les IMF réside dans le manque de liquidité du marché actuel des capitaux en microfinance (Pouliot, 2007). Cet état de fait rend les problèmes d'évaluation des actions encore plus complexe, étant donné le nombre infime d'institutions cotées en bourse ou encore de transactions telles que des fusions et acquisitions qui pourraient être utilisées comme benchmark pour l'évaluation. Ce manque de liquidité du marché rend la sortie du capital des IMF difficile pour les investisseurs qui le voudraient, ce qui signifie que le risque de leur investissement est accru car en cas de performances insatisfaisantes, ils ne peuvent pas se retirer facilement et vendre leurs parts.

Conclusions et pistes de recherche

Le principal objectif de cet article était, sur base de la théorie de l'agence, de lancer une première approche d'un système de gouvernance pour la microfinance en y incluant tous les partenaires.

En considérant que les parties prenantes des IMF font l'objet de différentes relations d'agence et que celles-ci doivent être maîtrisées dans le but d'assurer à l'institution la poursuite de sa mission, nous avons présenté ces relations ainsi que des pistes sur les risques et enjeux qu'elles comportent.

En guise d'illustration de la complexité de ces relations d'agence, nous avons choisi de présenter avec plus de détails une problématique centrale dans le contexte actuel de commercialisation de la microfinance, à savoir l'émergence des fonds de placement. Nous avons mentionné quelques uns des effets possibles de l'entrée de ces nouveaux acteurs en microfinance, tels que l'activisme des investisseurs institutionnels au service de la mission sociale des IMF ou encore l'augmentation et la standardisation des exigences en termes de transparence et de gouvernance pour les IMF cotées.

Nous avons finalement souligné que le développement des fonds de placement (et spécialement ceux qui investissent en capitaux propres) est encore entravé par de nombreux obstacles, qui devront être levés pour pouvoir observer pleinement leurs effets sur la gouvernance des IMF.

On a donc pu voir que l'étude et la compréhension des effets des fonds de placement présente une complexité assez élevée. A l'issue de cette réflexion, il nous semble évident qu'en plus de ceux que nous avons développés, d'autres éléments ont certainement un rôle à jouer dans l'influence que peuvent avoir les fonds sur la gouvernance des IMF. Voici les quelques pistes de recherches qui nous semblent importantes à prendre en compte :

Premièrement, il serait intéressant de voir quels sont les critères utilisés par les fonds pour décider de leurs placements. Se basent-ils sur des indicateurs de performance ou prennent-ils en compte l'efficacité de la gouvernance ?

Deuxièmement, nous avons mentionné l'importance de la gestion de la performance sociale au sein des IMF. Cette performance sociale peut-elle être un moyen de se démarquer des autres pour attirer le capital venant des investisseurs sociaux ?

Finalement, quel peut être le rôle des agences de notation en tant qu'aide à la décision pour les investissements des fonds ? Certaines agences ayant commencé à développer des notations sociales, leur rôle semble fondamental au sein du secteur.

Références

Altunbas, Y., Kara, A., Van Rixtel, A., (2007) « *Corporate Governance and Corporate Ownership: The Investment Behaviour of Japanese Institutional Investors* », Documentos Ocasiales, No 0703, Banco De España, Madrid.

Armendariz de Aghion, B., Morduch, J., (2005) « *The Economics of Microfinance* », The MIT Press, Cambridge, Massachusetts.

Bianchi, M., Enriques, L., (2001) « *Corporate Governance in Italy after the 1998 reform: What Role for the Institutional Investors?* », Commissione Nazionale per le Società e la Borsa, Quaderni di Finanza No 43, Juin 2001.

Campion, A., (2000) « *Améliorer le contrôle interne - Guide pratique à l'usage des institutions de microfinance* », The Microfinance Network/GTZ, Washington, Guide technique No. 1.

Campion, A., (1998) « *Current Governance Practices of Microfinance Institutions – A survey summary* », The Microfinance Network.

Campion, A., Frankiewicz, C., (1999) « *Guidelines for the effective governance of microfinance institutions* », The Microfinance Network, Washington, Occasional Paper No. 3.

CGAP, (2007), « *Le processus de décision des IMF en matière de structure du capital: pour une approche plus réfléchie et plus méthodique* », Note du CGAP, Août 2007, www.cgap.org.

Chao-Béroff, R., Daubert, P., Doligez, F., Gentil, D., Lapenu, C., Poursat, C., Wampfler, B., (2002) « *La Gouvernance en Microfinance - Grille d'analyse et études de cas* », CERISE, CIRAD, CIDR, IRAM, GRET.

Constantinou, D., Leleux, B., (2007) « *From Microfinance to Small Business Finance: The Business Case for Private Capital Investment* », Palgrave Macmillan, Basingstoke, Hampshire and New York, USA.

Cornec, S., (2006) « *Microfinance: entre marché et solidarité. Analyse de la convergence entre performances financières et performances sociales: application de la méthode Data Envolpment Analysis sur 18 institutions de microfinance péruviennes* », Mémoire présenté à la IRG-IAE, Université de Rennes, sous la direction du professeur Gervais Thenet.

Cull, R, A Demirguz-Kunt and J. Morduch, (2007) « *Financial Performance and Outreach: A Global Analysis of Lending Microbanks.* », Economic Journal, Royal Economic Society vol. 117, pp. F107-F133.

De Briey, V., (2005) « *Pleins feux sur la microfinance en 2005 !* », Regards Economiques n°28, IRES-UCL, Louvain-La-Neuve.

Depken, C., Nguyen, G., Sarkar, S., (2005) « *Agency Costs, Executive Compensation, Bonding and Monitoring: A Stochastic Frontier Approach* », Working paper, The University of Arlington, Texas, USA.

Doligez, F., Pierret, D., (2005) « *La gouvernance, nœud gordien de la microfinance ?* », IRAM, Note thématique n°1 (<http://www.lamicrofinance.org>).

Du Plessis, J-J., McConvill, J., Bagaric, M., (2005) « *Principles of Contemporary Corporate Governance* », Cambridge University Press, Port Melbourne, Australia.

Finet, A., Depret, M-H., Hamdouch, A., Labie, M., Missonier-Piera, F., Piot, C., (2005) « *Gouvernement d'Entreprise: Enjeux managériaux, comptables et financiers* », Editions De Boeck Université, Bruxelles.

Goodman, P., (2003) « *International Investment Funds: Mobilizing Investors towards Microfinance* », ADA (Appui au Développement Autonome), Luxembourg.

Goodman, P., (2007) « *Microfinance Investment Funds: Objectives, Players, Potential* », en collaboration avec ADA (Appui au Développement Autonome), chapitre 2 dans “Microfinance Investment Funds – Leveraging private capital for economic growth and poverty reduction”, édité par Ingrid Matthäus-Maier et J.D. von Pischke, KfW, Springer, Leipzig.

Hartarska, V., (2005) « *Governance and performance of microfinance institutions in central and eastern Europe and the newly independent states* », World Development 33, pp. 1627-1648.

Helms, B., (2006) « *Access for All – Building Inclusive Financial Systems* », Consultative Group to Assist the Poor, Washington DC, USA.

Holtmann M., (2002) « *Principles for designing staff incentive schemes* », Nairobi, Kenya: MicroSave-Africa.

Kinet, P., (2007) « *Le rôle de la notation sociale pour les fonds d'investissement en microfinance* », Mémoire présenté à la Solvay Business School sous la direction du professeur Arianne Chapelle.

Köhn, D., Jainzik, M., (2007) « *Sustainability in Microfinance – Visions and Versions for Exit by Development Finance Institutions* », chapitre 10 dans “Microfinance Investment Funds – Leveraging private capital for economic growth and poverty reduction”, édité par Ingrid Matthäus-Maier et J.D. von Pischke, KfW, Springer, Leipzig.

Kostyuk, A.N., Braendle, U.C., Apreada, R., (2007) « *Corporate Governance* », Virtus Interpress, Sumy, Ukraine.

Labie, M., (2005) « *Comprendre et améliorer la gouvernance des organisations à but non lucratif: vers un apport des tableaux de bord?* », Gestion - Revue Internationale de Gestion, n°1 vol.30, pp. 78-86.

Labie, M., (2003) « *Corporate Governance in the non-profit sector: a framework for microfinance organizations* », paper presented at the 19th EGOS Colloquium, Copenhagen Business School.

Labie, M., (2005) « *Economie sociale, non-profit, tiers secteur : à la recherche d'un cadre de gouvernance adéquat* », chapitre 4 de Finet, A., Depret, M-H., Hamdouch, A., Labie, M., Missonier-Piera, F., Piot, C., (2005) « *Gouvernement d'Entreprise : Enjeux managériaux, comptables et financiers* », Editions De Boeck Université, Bruxelles, 263 pages.

Labie, M., (2007) « *Microfinance et Fonds de Placement : Quels sont les types d'articulations envisageables et comment peut-on les évaluer?* », pp 345-354 dans « *Entreprenariat et Innovation* », sous la direction de Célestin Mayoukou et Claudine Ratsimbazafy, Editions l'Harmattan, Paris, 414 pages.

Lapenu, C., Pierret, D., (2005) « *Guide opérationnel d'analyse de la gouvernance d'une institution de microfinance* », CERISE – IRAM, www.cerise-microfinance.org.

Laydeker, B., (2003) « *Principe pour la conception de systèmes d'incitation dans les IMF* », BIM du 28/01/2003, microfinancegateway.org.

Matthäus-Maier, I., von Pischke, J.D., (2007) « *Microfinance Investment Funds – Leveraging Private Capital for Economic Growth and Poverty Reduction* », KfW, Springer, Leipzig, 290 p.

Mersland, R., Strøm, R. Ø., (2007) « *Performance and Corporate Governance in Microfinance Institutions* », MPRA Paper No. 3888, Agder University, Norway.

MicroFinanza Rating, (2007) « *Social Rating Methodology* », Microfinanza Rating, Italy.

MicroRate, (2006) « *Microfinance Investment Vehicules : An Emerging Asset Class* », MFIsights, www.microrate.com.

Olson, D.E., (2000) « *Agency Theory in the Not-for-Profit Sector: Its Role at Independent Colleges* », Nonprofit and Voluntary Sector Quarterly vol. 29, pp. 280-296.

Pouliot, R., (2007) « *Governance, Transparency, and Accountability in the Microfinance Investment Fund Industry* », Chapitre 9 dans “Microfinance Investment Funds – Leveraging private capital for economic growth and poverty reduction”, édité par Ingrid Matthäus-Maier et J.D. von Pischke, KfW, Springer, Leipzig.

Reddy, R., (2007) « *Microfinance Cracking the Capital Markets II* », ACCION Insight num. 22, based on speeches and presentations of the « Microfinance Cracking the Capital Markets II » conference on 19th and 20th March 2007, New York.

Rock, R., Otero, M., Saltzman, S., (1998) « *Principles and Practices of Microfinance Governance* », Development Alternatives, Inc. in collaboration with ACCION International and the Microenterprise Development Office of USAID.

Rose, C., (2007) « *Can Institutional Investors Fix the Corporate Governance Problem? Some Danish Evidence* », Journal of Management and Governance, vol. 11, No 4, pp 405-428.

Steidl, M., (2007) « *Capital for Microfinance: From Public and Social Investment to Integration into Mainstream Financial Markets* », chapitre 6 de Constantinou, D., Leleux, B., (2007) « *From Microfinance to Small Business Finance: The Business Case for Private Capital Investment* », Palgrave Macmillan, Basingstoke, Hampshire and New York, USA.

Turbide, J., (2005) « *La gouvernance dans les organismes à but non lucratif : mieux comprendre la pratique avant de réglementer* », Gestion – Revue Internationale de Gestion, n°1 vol.30, pp. 55-61.