



Appui au  
Développement  
Autonome

EMPOWERING THE WORLD'S POOREST

# Fonds d'Investissement Internationaux

## Mobilisation des investisseurs vers la microfinance

Luxembourg  
Novembre 2003





Appui au  
Développement  
Autonome

**EMPOWERING THE WORLD'S POOREST**

# Fonds d'Investissement Internationaux

## Mobilisation des investisseurs vers la microfinance

Luxembourg  
Patrick Goodman  
Novembre 2003

Cette publication a été rédigée par Patrick Goodman, consultant pour ADA, avec le support de la Coopération Luxembourgeoise au Développement. Les opinions exprimées sont celles de l'auteur et ne reflètent pas nécessairement la position officielle de ADA. Le texte original a été publié en anglais. La traduction française ayant été assurée par l'auteur, certaines différences peuvent exister avec le document original.

Ce document peut être téléchargé sur [www.microfinance.lu](http://www.microfinance.lu). Toute remarque ou suggestion peut être envoyée à ADA ([adainfo@microfinance.lu](mailto:adainfo@microfinance.lu))

Novembre 2003

ADA – Appui au Développement Autonome  
15, boulevard Grande-Duchesse Charlotte  
L-1331 Luxembourg  
Tél.: +352 45 68 68 1  
Fax: +352 45 68 68 68  
E-mail: [adainfo@microfinance.lu](mailto:adainfo@microfinance.lu)  
[www.microfinance.lu](http://www.microfinance.lu)


Copyright © 2003 ADA – Appui au Développement Autonome

Des courts passages de cette publication peuvent être reproduits sans autorisation, à condition que la source soit mentionnée. Toute demande de reproduction ou de traduction est à adresser à [adainfo@microfinance.lu](mailto:adainfo@microfinance.lu)





# Table des Matières



<b>Introduction</b> .....	7
<b>Critères de classification</b> .....	8
Objectifs des fonds .....	8
Types d'investisseurs .....	9
Types d'investissements .....	10
<b>Méthodologie de sélection des fonds</b> .....	10
<b>Tendances dans l'investissement en microfinance</b> .....	12
Structure de portefeuille des fonds d'investissement .....	12
Profil de risque des fonds d'investissement en microfinance .....	13
Taille des fonds d'investissement en microfinance .....	15
Distribution des fonds d'investissement .....	18
<b>Observations finales</b> .....	20
<b>Recommandations</b> .....	22
<b>Conclusion</b> .....	25
<b>Annexe</b> .....	27



ADA





# Introduction



Aujourd'hui, la mobilisation de financements vers le secteur de la microfinance s'effectue de plus en plus souvent à travers des véhicules d'investissement. Ces structures permettent d'investir indirectement dans des institutions de microfinance (IMF) et sont constituées sous forme de fondations, de coopératives, de sociétés d'investissement, de fonds d'investissement, etc. Les investisseurs sont très diversifiés et couvrent aussi bien des agences de développement nationales et internationales que des investisseurs commerciaux, en passant par des personnes privées et des ONG.

L'objectif de cette étude est d'avoir une meilleure compréhension de ces véhicules ou de ces fonds d'investissement en analysant un certain nombre de critères tels que les objectifs de ces structures, les produits composant leur portefeuille, les différentes structures légales, leur actionnariat, leurs promoteurs et leurs gestionnaires, la manière dont ils sont distribués, etc. En nous basant sur cette recherche, nous effectuerons des comparaisons entre les fonds afin de dégager des tendances dans ce domaine. Dans cette analyse, nous utiliserons le terme fonds d'investissement de manière large pour décrire toute structure de mise en commun d'actifs en vue d'investir de manière collective, dans ce cas-ci, dans des IMF. Ce terme ne couvre donc pas que des Sicav ou des fonds commun de placement par exemple.

Nous avons également analysé les motivations et les objectifs des actionnaires ainsi que le degré de commercialisation de ces fonds. Certains fonds ont été établis comme partie intégrante d'un programme de développement comprenant aussi de l'assistance technique. D'autres ciblent plus particulièrement des individus privés ou des investisseurs institutionnels.

ADA considère cette étude comme une contribution au débat actuel sur les considérations de développement de la microfinance et sa commercialisation accrue. Nous ne couvrirons pas ici les raisons du succès de la microfinance. Nous nous concentrerons en effet plutôt sur les canaux d'investissement vers la microfinance. Certaines idées paraîtront un peu trop commerciales aux yeux de certaines personnes, mais le but est aussi d'alimenter le débat sur les meilleures manières d'assurer un financement continu et accru des micro-entrepreneurs de par le monde. En ce sens, il semble tout à fait intéressant d'exploiter les avantages des fonds d'investissement dans le domaine de la microfinance. Tout commentaire et toute remarque sur les idées développées dans cette étude sont les bienvenus.

# Critères de classification

Les institutions fournissant des services financiers aux IMF qui ont été identifiées dans cette étude ont été classifiées selon différents critères. La liste des fonds d'investissement étudiés ne vise pas à être complète mais couvre en fait les principales catégories de fonds.

## Objectifs des fonds

Le premier critère se concentre sur les conditions d'octroi des financements aux IMF. Les fonds sont-ils investis pour une rentabilité financière aussi bien que sociale, ces fonds sont-ils mis à disposition avec une possibilité de les récupérer ou sont-ils simplement considérés comme des donations ? La liste des structures qui ont été identifiées dans le cadre de cette étude se trouve en annexe, avec leur classification selon ce premier critère.

### 1. Fonds d'investissement sociaux

Ces institutions sont généralement constituées de fonds d'investissement ou de sociétés d'investissement. Leur objectif est de procurer une certaine rentabilité financière à des Investisseurs Socialement Responsables privés ou institutionnels, tout en s'assurant de respecter des objectifs sociaux et de développement. Nous trouverons par exemple dans cette catégorie tout aussi bien des fonds à capital risque investissant dans des IMF que des fonds octroyant des prêts et des garanties à des taux commerciaux.

Des exemples de fonds d'investissement sociaux sont Profund, IMI AG, le Dexia Micro-Credit Fund, etc.

### 1. Fonds sociaux

Ces institutions se rencontrent surtout parmi des sociétés coopératives ou des fondations. Leur objectif est de mettre de manière pérenne des financements à la disposition d'IMF pour soutenir leur développement et leur croissance sans nécessairement rechercher une rentabilité financière. Lors de périodes favorables, les investisseurs dans ce type de structure pourront espérer recevoir un dividende marginal (dans les conditions de marché actuelles, de 1 à 2 %) mais ils devront participer à des pertes éventuelles. Les conditions d'octroi de ces financements sont typiquement proches ou en-dessous de celles du marché.

Des exemples de fonds sociaux sont Oikocredit, Alterfin, FIG, les Calvert Community Investment Notes ou Luxmint.

### 3. Structures de donations

Ces institutions se retrouvent surtout parmi les fondations, les ONG, les organisations caritatives ou parfois même sous forme de fonds d'investissement ou de société d'investissement qui mobilise des donations. Leur objectif est d'octroyer des donations à des IMF ou de fournir des services financiers à des conditions subsidiées.

Des exemples de telles structures sont le Deutsche Bank Microcredit Development Fund ou Cordaid.

Puisque l'objectif de cette étude est de se concentrer sur les structures qui investissent réellement en microfinance et non pas sur des institutions qui octroient des donations ou fournissent des services subsidiés, la seule structure de ce type qui a été analysée dans le cadre de cette étude est le fonds Deutsche Bank mentionné ci-dessus. Toutes les autres institutions analysées sont considérées comme étant soit des fonds d'investissement sociaux soit des fonds sociaux.

## Types d'investisseurs

Le second critère a trait au type d'investisseur dans ces fonds. Nous pouvons élaborer de multiples catégories mais afin de simplifier le processus nous avons regroupé les investisseurs en cinq catégories principales :

### 1. Organisations gouvernementales ou multilatérales

Cette catégorie recouvre les Institutions Financières Internationales (IFI) et les agences de développement. Ces organisations ont été créées par des gouvernements ou des organismes internationaux afin de favoriser des programmes de développement dans les pays en voie de développement.

Nous retrouvons dans cette catégorie par exemple BIO, FMO, IFC, KfW, USAID, etc. BIO est la seule institution de ce genre qui a été retenue dans cette étude de manière à pouvoir la comparer aux fonds d'investissement. En fait, la philosophie de cette agence de développement se rapproche plus de celle d'un fonds d'investissement social que d'une agence de développement traditionnelle.

### 2. Fondations du secteur privé

Ces institutions ont été mises sur pied par des sociétés privées et sont quasiment exclusivement financées par les bénéfices de ces sociétés. Elles proposent en général des donations et des services subventionnés ou à faible coût. Certaines fondations sont aujourd'hui de plus en plus actives en microfinance car elles voient cette activité comme un moyen efficace de venir en aide aux plus démunis.

Ne souhaitant pas mettre en exergue telle ou telle fondation, aucun exemple ne sera donné ici, bien que les noms des plus actives dans ce domaine viendront à l'esprit des spécialistes de la microfinance.

### 3. Organisations non gouvernementales

De nombreuses ONG de toute taille sont actives dans la microfinance. Deux exemples : Accion International et Meda.

### 4. Individus privés

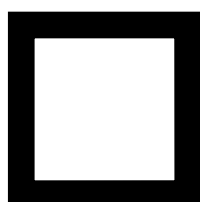
Les individus privés qui habitent dans les pays en voie de développement et qui sont actifs en microfinance financent des micro entrepreneurs directement ou des IMF, soit sous forme de prêts soit sous forme de participations. Il n'y a que très peu de fonds d'investissement en microfinance domestique accessibles aux investisseurs privés dans les pays du Sud.

Dans les pays développés, les particuliers investissant dans ce domaine sont également assez rares. Ils font plus volontiers des dons à travers des ONG ou alors directement auprès d'institutions sur le terrain mais le prêt aux pauvres rencontre toujours une certaine résistance. Il y a néanmoins un intérêt croissant de la part de particuliers d'investir dans la microfinance étant donné le double rendement escompté, social et financier.

### 5. Investisseurs commerciaux

C'est la catégorie la plus large comprenant aussi bien des sociétés souhaitant investir autant pour un rendement financier que d'un point de vue social que des sociétés commerciales qui vont comparer les profils risque/rendement de leurs investissements potentiels avant de prendre une décision.

Les fonds de fonds rentrent par exemple dans cette catégorie.



Nous verrons plus loin que cette classification est surtout importante quand nous étudierons l'attitude des investisseurs vis-à-vis de leur financement. Un fonds d'investissement social avec un objectif déclaré d'un certain rendement financier pourrait adopter des stratégies très différentes selon que ses actionnaires sont des agences de développement ou des particuliers.

## Types d'investissements

Le troisième critère concerne les catégories d'investissements accessibles aux fonds investissant dans le microfinancement. Nous en avons retenu trois principales:

1. Participations au capital ou assimilés
2. Prêts, achat d'obligations, certificats de dépôt, etc.
3. Garanties

L'assistance technique est parfois fournie en parallèle à l'établissement d'un fonds d'investissement. Bien que cet aspect soit très important dans ce contexte, nous ne le considérerons pas comme un produit distinct dans la mesure où il implique des dons et des subsides et non des investissements.

# Méthodologie de sélection des fonds

Basé sur l'information fournie par le MixMarket <sup>1</sup> sur les institutions finançant des IMF, complété par des données collectées sur internet, les rapports financiers et des entrevues avec des gestionnaires de fonds ou les promoteurs, les fonds d'investissement suivants ont été étudiés :

- Accion Gateway
- Accion Investments in Microfinance
- Africap
- Alterfin
- ASN-Novib Fund
- BIO (Belgian Investment Company for Developing Countries)
- Calvert Social Investment Foundation
  - Community Investment Notes
- Deutsche Bank Microcredit Development Fund
- Dexia Micro-Credit Fund – Blue Orchard Debt Sub-Fund
- Fonds International de Garantie (FIG)
- Hivos-Triodos Foundation
- IMI AG
- Investisseur et Partenaire pour le Développement
- La Fayette Participations
- Latin American Bridge Fund
- Latin American Challenge Investment Fund (LACIF)
- Luxmint – ADA
- MicroVest
- NOVIB
- Oikocredit
- Partnership Fund, Guaranty Fund and FONIDI Fund (Desjardins)
- Positive Fund
- Profund
- responsAbility Global Microfinance Fund
- Sarona Global Investment Fund
- ShoreCap International
- SIDI
- Triodos Fair Share Fund
- Triodos-Doen Foundation

<sup>1</sup> MixMarket est un service d'échange d'informations sur la microfinance

La liste des fonds d'investissement sélectionnés, avec leurs caractéristiques principales, se trouve en annexe.

Pour chacune de ces structures d'investissement, un résumé a été établi avec les informations suivantes :

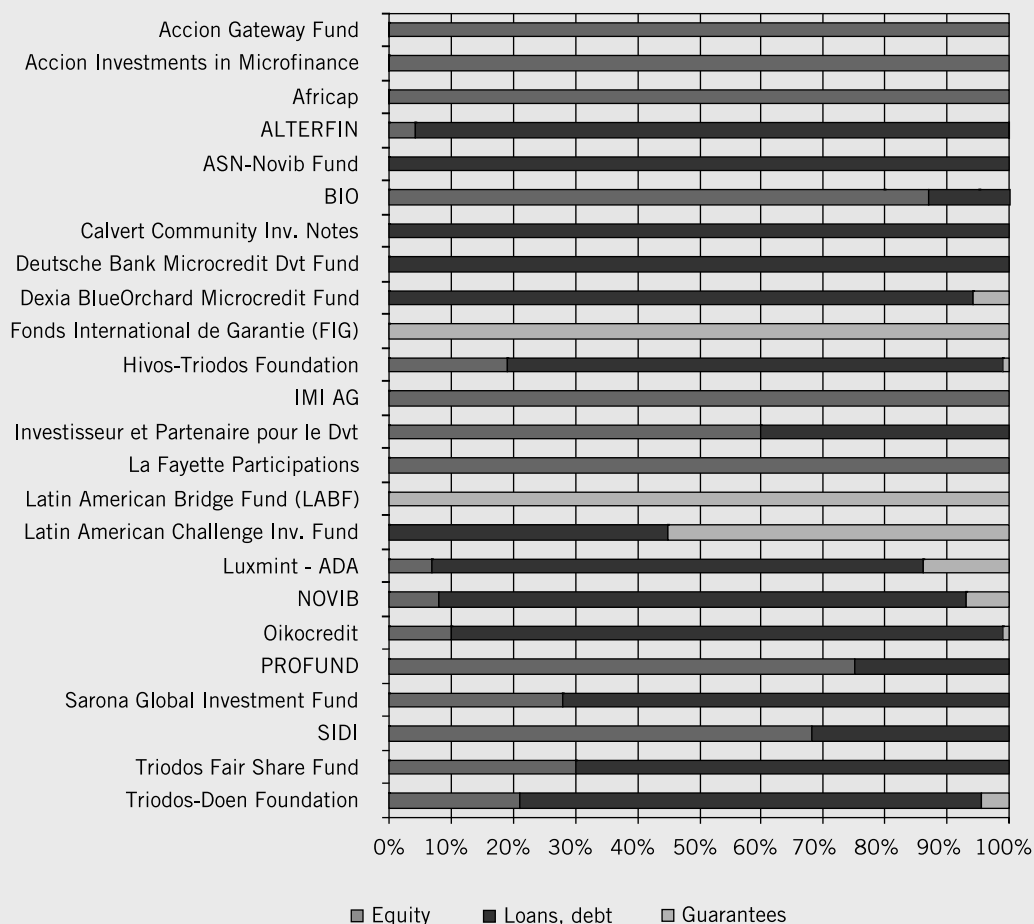
- Nom officiel de l'institution
- Pays de domicile
- Statut légal
- Promoteur
- Gestionnaire
- Site internet
- Type de fonds
  1. Le fonds est-il considéré comme étant un fonds d'investissement social, un fonds social ou alors une structure de donation ?
  2. D'autres informations sur le type de structure comme par exemple la durée de vie du fonds.
- Objectifs du fonds
- Actifs ... à la date du ..  
Actifs totaux et/ou valeur du portefeuille investi.
- Structure du passif  
Répartition entre les fonds propres, les provisions, les dettes, etc.
- Actionnaires  
Ceux-ci pourront être repris nommément ou par catégories générales.
- Objectifs des actionnaires  
Les actionnaires pourraient avoir des objectifs plus larges que les objectifs déclarés du fonds.
- Valorisation du fonds  
Informations sur la Valeur Nette d'Inventaire (VNI) ou sur tout autre moyen de communiquer la valeur du fonds aux actionnaires.
- Rendement  
Le rendement effectif ou l'objectif de rendement est mentionné.
- Processus de souscription ou de rédemption  
Cette section couvre la manière d'investir dans le fonds d'investissement ainsi que le processus de sortie, complète ou partielle, du fonds de la part des investisseurs.
- Conseil d'Administration (ou tout autre organe de direction)
- Produits dans le portefeuille  
Si elles sont disponibles, les informations suivantes ont été collectées :
  - La répartition du portefeuille entre les participations, les prêts et les garanties
  - La taille minimale, maximale et moyenne ainsi que la durée de ces investissements dans des IMF
  - La nécessité ou non d'obtenir des garanties
- Clientèle ciblée  
Quelle est la clientèle cible du fonds ? Est-ce que ce sont des IMF pérennes et bien implantées ou de jeunes institutions ? Dans quelles régions ? Dans quels pays ?
- Conditions du financement  
Les conditions proposées aux IMF pour les prêts et les garanties sont-elles celles du marché, proches du marché ou à des taux subventionnés ?

Les résumés par fonds d'investissement ne peuvent pas être publiés pour des raisons de confidentialité mais les informations principales sont reprises en annexe.

# Tendances dans l'investissement en microfinance

## Structure de portefeuille des fonds d'investissement

Avant que nous décrivions les tendances principales qui se dégagent de l'analyse des fonds d'investissement sélectionnés, il est intéressant de se pencher sur la structure de leurs portefeuilles. Quelle est la proportion de participations en capital, de prêts et de produits obligataires et finalement de garanties ? Le résultat pour les fonds d'investissement analysés est le suivant :



Il apparaît que la plupart des fonds sont très spécialisés. Les structures principales sont:

- Essentiellement composées de participations comme pour Accion Investments in Microfinance, Africap ou IMI AG.
- Essentiellement investies dans des prêts avec quelques garanties comme pour le Dexia Micro-Credit Fund, Oikocredit, Alterfin et Novib
- Seulement composées de garanties telles que le FIG ou le Latin American Bridge Fund.

Les quelques rares fonds diversifiés sont bien entendu moins spécialisés mais ils offrent la stabilité des prêts et le potentiel de rendement des participations en capital. De tels exemples récents comme Triodos Fair Share Fund et Investisseur & Partenaire pour le Développement se sont ajoutés à Profund et SIDI. Ces deux nouveaux fonds ciblent les individus privés.

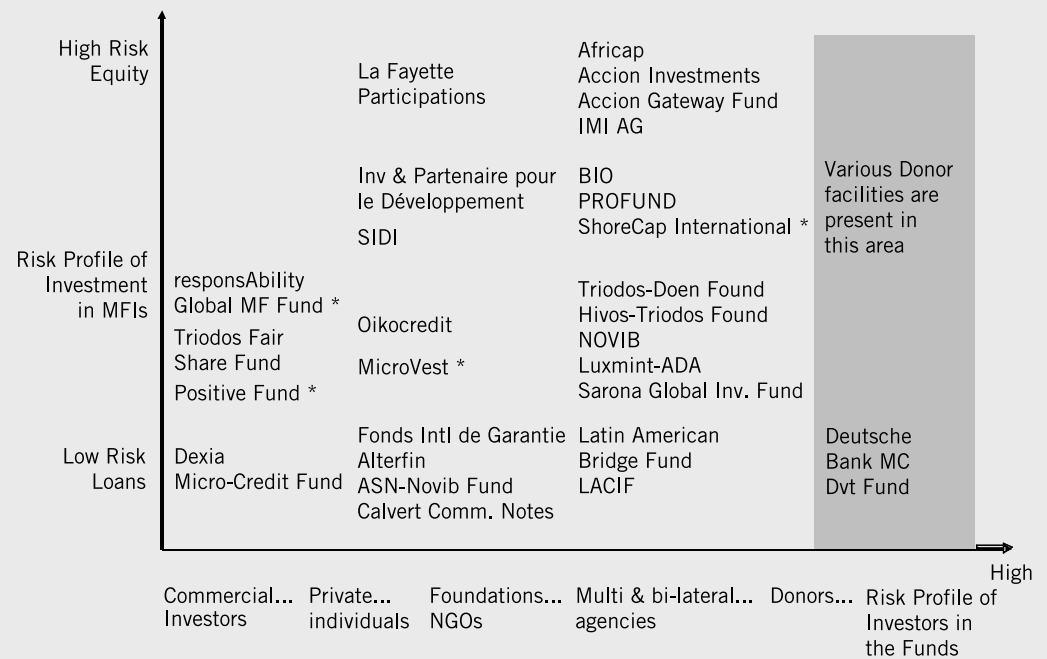
## Profil de risque des fonds d'investissement en microfinance

L'objectif ici est de situer les fonds d'investissement selon deux axes:

- Profil de risque des investisseurs sous-jacents. Ceci est fonction de:
  - L'acceptation d'une diminution de son investissement de la part de l'investisseur. L'attitude d'un individu à ce sujet sera très différente selon qu'il agit en tant qu'investisseur ou en tant que donateur, par exemple;
  - Les attentes de rentabilité des actionnaires;
  - Les objectifs sociaux et financiers de ces fonds.
- Profil de risque des investissements dans les IMF déterminé par:
  - La proportion de participations vs prêts vs garanties
  - La maturité des IMF ciblées. Il est moins risqué de faire un prêt ou de participer au capital d'une IMF mûre et rentable que pour une IMF récemment constituée.

Le profil de risque des fonds d'investissement en microfinance est représenté dans le graphique suivant:

**Risk Profile of Microfinance Investment Funds**



\* At the time of publication, these funds are in the process of being launched

La plupart des investisseurs sont des investisseurs institutionnels sociaux tels que des organisations multi- ou bilatérales, des ONG, des fondations, etc. Bien que des pertes ne soient bien entendu pas souhaitables, ces institutions les accepteront dans le cadre de leur rôle en tant qu'agence de développement dans le domaine de la microfinance. Certaines institutions seront plus strictes que d'autres dans leur recherche d'une rentabilité financière. Le choix des IMF financées aura aussi une influence sur l'acceptation de pertes éventuelles ou d'une rentabilité moindre de ces investissements. Sur les marchés des capitaux, dans le cas par exemple d'un fonds de capital-risque, plus le risque d'investissement est élevé, plus la rentabilité requise est élevée. De même, certains fonds finançant principalement de jeunes IMF devraient selon ce même raisonnement exiger un rendement en conséquence. Mais certains investisseurs institutionnels sociaux pourraient dans ce cas souhaiter maintenir des conditions d'intérêt modérées justement à cause de leur rôle d'aide aux IMF à devenir pérennes.

A l'autre extrême, les investisseurs véritablement commerciaux sont très rares dans la microfinance. Nous retrouvons malgré tout certains fonds de pension comme investisseurs mais la principale motivation de ces fonds semble être l'aide au développement. Dans le contexte de taux d'intérêt bas et de marchés d'actions incertains, quelques gestionnaires de fonds de pension ont décidé d'allouer une petite partie de leurs actifs principalement dans des fonds en microfinance octroyant des prêts. Leur but était de contribuer à l'aide au développement à des taux relativement modeste mais en ligne ou légèrement au-dessus des taux du marché monétaire. Ces rendements sont expliqués par la nature des investissements sous-jacents c'est-à-dire des prêts à des IMF à court ou à moyen terme. Certains fonds de pension qui ont des entrées supérieures à leurs décaissements ont une politique d'être investis à 100 % en actions et en obligations. Etant donné que les fonds d'investissement en microfinance qui octroient des prêts se retrouvent en dehors de ces deux classes d'actifs choisies, il est difficile pour ces gestionnaires de fonds de pension de justifier ces investissements sur des bases financières. L'évolution de ces fonds ne suit en effet pas celles des actions et des obligations.

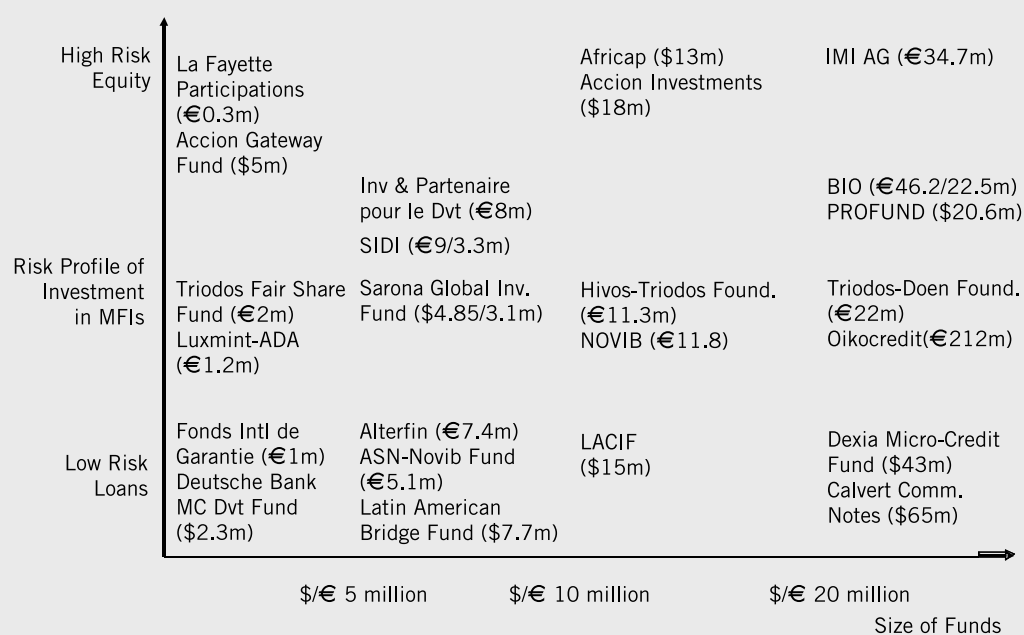
Certains investisseurs ne sont pas soumis à des allocations d'actifs strictes, tels que les individus privés. Il est intéressant de remarquer que le fonds d'investissement en microfinance qui a rencontré le plus de succès, le Dexia Micro-Credit Fund (dont les investissements en microfinance sont gérés par BlueOrchard Finance S.A.), ainsi qu'un certain nombre de fonds récemment lancés ou en train d'être lancés - Triodos Fair Share Fund, MicroVest, responsAbility Global Microfinance Fund et le Positive Fund – sont destinés à des Investisseurs Socialement Responsables (ISR) privés. D'autres types d'investisseurs sont bien entendu recherchés, comme en atteste l'implication de certains investisseurs institutionnels sociaux, mais ces fonds ont été structurés en fonction des besoins spécifiques des investisseurs privés. Etant donné les coûts encourus par des fonds destinés au grand public mais surtout dû à la nature illiquide des investissements dans des IMF, ces fonds sont destinés essentiellement à une clientèle privée aisée ou fortunée.

La question des réseaux de distribution doit être posée pour des fonds destinés à des particuliers. Ceci sera couvert dans une section ultérieure.

## Taille des fonds d'investissement en microfinance

Dans la section précédente, nous avons étudié la relation entre le profil de risque des investissements dans les IMF et le profil de risque des investisseurs sous-jacents dans les fonds. Nous allons maintenant étudier la taille de ces fonds d'investissement comparée à la nature de leurs investissements, comme illustrée par le graphique suivant :

**Size of Microfinance Investment Funds**



La première observation est la faible taille de la grande majorité des fonds répertoriés dans cette étude, surtout comparée à la taille requise pour qu'un fonds d'investissement traditionnel soit considéré comme viable. Les montants mentionnés pour les deux fonds les plus grands - Calvert Foundation et Oikocredit – reprennent aussi d'autres investissements que ceux en microfinance dans les pays en voie de développement.

La plupart des promoteurs de fonds d'investissement traditionnels considèrent que la taille minimum pour qu'un fonds soit viable se situe autour de \$/€ 20 à 30 million. Les fonds inférieurs à cette taille doivent être subventionnés d'une manière ou d'une autre. Ceci est le point de vue commercial. A ce stade, nous ne faisons aucune recommandation. Nous analysons simplement le fonctionnement et la maturité commerciale des fonds étudiés.


Les institutions qui offrent des fonds d'investissement à leur clientèle sont confrontées de manière permanente à deux alternatives principales : soit elles continuent à gérer des petits fonds elles-mêmes, soit elles commercialisent des fonds similaires gérés par d'autres institutions qui peuvent très bien être des concurrents dans le domaine de la gestion des actifs. Il peut en effet être plus intéressant pour un promoteur de liquider ses propres petits fonds et de commercialiser des fonds tiers, ce qui permet de toucher des commissions de distribution sans encourir de frais fixes d'administration et de maintenance qui peuvent être assez élevés pour ces petits fonds.

Comment dès lors expliquer la faible taille des fonds d'investissement en microfinance ? La première tentative d'explication est la maturité de ce secteur. Ces fonds ont en effet été essentiellement créés à la fin des années 90 ou dans les années 2000. L'utilisation de fonds comme moyen d'investissement collectif afin de financer une série d'IMF diversifiées, à travers toute une gamme de produits, est assez récente.

La plupart des promoteurs des fonds étudiés ici ne proviennent pas de l'industrie des fonds d'investissement classiques. Au fur et à mesure que le secteur progressera en maturité, le besoin d'une plus grande commercialisation conduira à un accroissement de la taille des fonds d'investissement en microfinance.

La plupart des fonds de cette étude sont subsidiés d'une manière ou d'une autre ou l'ont été lors de leur lancement. Nous pouvons avoir différents cas de figure. Certains fonds sont gérés par des institutions, telles que des ONG ou des fondations, qui ont d'autres activités, principalement l'aide au développement à travers des donations ou des subventions. Le coût d'administrer ou de gérer un fonds est dès lors partagé avec ces autres activités. Une visite locale, en Amérique latine par exemple, pourra avoir un double objectif : étudier des opportunités d'investissements aussi bien que des possibilités de subventions.

Un aspect délicat est celui de l'assistance technique. La création de certains fonds d'investissement s'accompagne parfois de subventions d'assistance technique fournies à l'institution lançant le fonds ou à des organisations d'appui ou des bureaux d'études liés. Un rendement faible ou même négatif de la part du fonds pourra être compensé de cette manière. La croissance du fonds ne sera pas un objectif en soi dans la mesure où la gestion du fonds pourra être vue comme étant une activité secondaire par rapport à l'assistance technique. Il est intéressant de faire remarquer les conflits d'intérêts qui peuvent surgir de telles situations. Dans quelle mesure l'assistance technique influence-t-elle ou interfère-t-elle avec le processus d'investissement dans le cadre du fonds ? La situation est acceptable si tous les actionnaires sont au courant de tels conflits d'intérêts, les comprennent et en acceptent les conséquences potentielles. Mais un fonds d'investissement destiné à la clientèle privée devrait de toute évidence éviter de telles situations dans l'intérêt des actionnaires eux-mêmes.



Une autre forme de subside est celle d'un rendement inférieur pour les investisseurs qui peuvent accepter cette situation étant donné que leur objectif est avant tout social. Ces mêmes investisseurs pourraient allouer une plus grande proportion de leurs actifs si le rendement financier était supérieur, même marginalement. Ceci pourrait être atteint par un accroissement de la taille des fonds, ce qui aiderait à couvrir les frais fixes.

Certaines institutions, telles que Triodos, NOVIB et Accion International, gèrent plusieurs fonds, soit pour leur propre compte, soit pour le compte d'autrui. Triodos par exemple gère deux fonds pour le compte de fondations néerlandaises, Hivos et Doen, en plus de leur propre fonds, Triodos Fair Share Fund, lancé en décembre 2002. Ceci leur permet de répartir leurs coûts à travers plusieurs véhicules. Les objectifs des fonds peuvent être très différents mais il y aura des économies d'échelle. Dans certains cas, l'étude des IMF et de leurs marchés peut être partagée avec les actionnaires propres du fonds.

Les situations décrites ci-dessus contribuent à subventionner les coûts de gestion et d'administration des fonds d'investissement. De telles subventions sont indirectement financées par des dons. Est-ce leur fonction ? Si, dans une certaine mesure on peut l'accepter, pour combien de temps ? Jusqu'à ce que le fonds atteigne une taille critique ? Des Investisseurs Socialement Responsables plus commerciaux demanderont une plus grande transparence dans la structure des coûts, ainsi d'ailleurs que plus d'information sur l'impact social réel de ces fonds.

Le fonds qui est probablement le plus transparent et le plus commercial dans son approche des investisseurs, jusqu'à ce jour, est le Dexia Micro-Credit Fund. Mais même ce fonds a pu naître et croître grâce à une mise initiale de US\$ 10 million apportée par Dexia-BIL, le promoteur du fonds. Par la suite, la plupart de cette mise initiale a été retirée. Le fonds a maintenant atteint une taille critique qui lui permet d'être viable sans aucun subside, aucune assistance technique associée ou partage d'expertise de gestion d'actifs. Il est néanmoins parfaitement raisonnable de penser que ce fonds Dexia, tout comme cette industrie dans son ensemble, a bénéficié de la disponibilité d'évaluations de performance et de notations indépendantes des IMF dans lesquelles les investissements sont réalisés.

## **Distribution des fonds d'investissement**


Une des clés du succès dans le marché traditionnel des fonds d'investissement est la distribution c'est-à-dire l'accès à l'investisseur final. Nous avons vu dans la section précédente que les promoteurs de fonds d'investissement examinent de manière continue leur gamme de fonds de manière à déterminer s'ils doivent garder leurs fonds de plus faible taille ou s'ils convient de commercialiser des fonds comparables gérés par d'autres. Un promoteur peut aussi accroître la taille de ses propres fonds en les commercialisant par l'intermédiaire d'autres distributeurs. L'industrie des fonds connaît une évolution vers une architecture ouverte dans laquelle les promoteurs de fonds offrent à leur clientèle leurs propres fonds ainsi que ceux des autres, au bénéfice des fonds les plus importants et les plus performants, et ce finalement au bénéfice des investisseurs.

Au sein d'une société, le département de gestion des actifs se voit souvent comme le fournisseur naturel de services de création et de gestion de fonds d'investissement pour le département de distribution. Mais de plus en plus, ces départements de distribution, surtout ceux en contact avec la clientèle privée, se doivent d'offrir un choix parmi les meilleurs fonds du marché, afin d'éviter que leurs clients ne soient tentés de rechercher les services d'autres intermédiaires. De plus, aucune institution ou unité de gestion d'actifs ne dispose des meilleurs fonds dans toutes les catégories et sur toutes les périodes. Cette évolution crée naturellement des tensions au sein de groupes financiers, entre ces deux entités. En fait, la plupart du temps, c'est précisément la décision d'offrir des fonds tiers qui oblige les départements de gestion d'actifs à améliorer leur compétitivité et celle des fonds qu'ils gèrent. Leurs fonds sont en effet constamment comparés aux fonds extérieurs.

Un certain nombre d'Investisseurs Socialement Responsables privés seraient intéressés par l'équilibre atteint entre les aspects sociaux et financiers des fonds d'investissement en microfinance. Mais il n'y a quasiment pas de distributeurs qui offrent de tels fonds à leur clientèle. A quelques très rares exceptions, aucun des fonds de cette étude ne fait référence à une distribution extérieure dans leur prospectus. Les Calvert Notes sont un exemple rare, car non seulement elles sont distribuées par le groupe Calvert mais aussi par des courtiers (broker-dealers) américains. Un nouveau fonds luxembourgeois, le responsAbility Global Microfinance Fund, qui a été lancé fin novembre 2003, intègre la distribution externe dans sa structure.

Cette industrie est certes nouvelle mais le temps est probablement venu d'impliquer des distributeurs de manière plus active. Ceci signifie que les frais de gestion des fonds devront être partagés, comme cela se fait dans la distribution classique de fonds d'investissement. Les gestionnaires actuels de fonds en microfinance ne sont pas encore tout à fait prêts à partager ces commissions de gestion car la faible taille des actifs a pour résultat des commissions globales assez faibles surtout compte tenu des frais élevés d'étude des IMF (frais de voyage, frais d'évaluation, etc.).

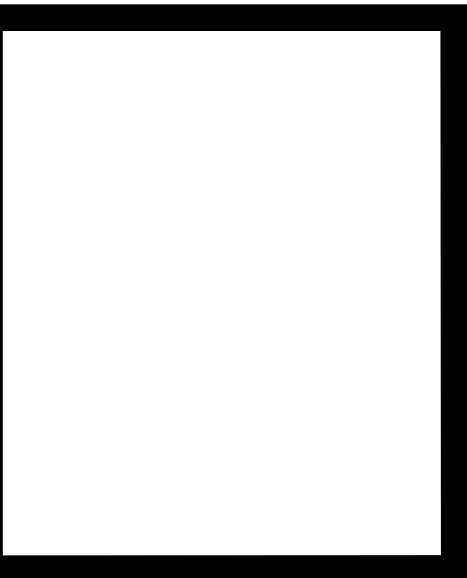
Mais alors, comment accroître la taille des fonds si vous ne payez pas de distributeurs pour les commercialiser ? Un gestionnaire ou un promoteur de fonds peut approcher ses propres clients mais sa capacité à augmenter de manière significative le nombre de ses clients institutionnels et privés est limitée. Impliquer d'autres distributeurs donne accès à leurs clients. Et cet accès se rétribue bien entendu. Il convient de motiver les distributeurs en les convainquant de la valeur du produit mais surtout en partageant avec eux les commissions de gestion. Dû aux coûts encourus pour évaluer de petites institutions dans des pays en voie de développement, les commissions de gestion pour un fonds d'investissement en microfinance tendent à être plus élevées (2 à 4 % dépendant de la taille et de la complexité du fonds) que pour un fonds traditionnel. Les distributeurs pourraient donc recevoir un pourcentage absolu légèrement supérieur à ce qu'ils pourraient recevoir pour un fonds traditionnel offrant certaines caractéristiques semblables.



Initialement, la vente de tels fonds se fera surtout pour des questions d'image de marque du distributeur puisque les revenus générés par leur distribution seront assez faibles. Cela permettra aussi au distributeur de présenter à sa clientèle une gamme de fonds élargie, s'ajoutant éventuellement à d'autres fonds éthiques.

A moins que le fonds ne soit situé dans un pays dont le marché domestique est suffisamment large, une attention toute particulière devra être apportée à la possibilité et aux facilités de distribuer le fonds dans d'autres pays. Dépendant des pays et des investisseurs ciblés, certaines juridictions sont plus appropriées que d'autres. Les promoteurs de fonds d'investissement en microfinance pourraient domicilier un fonds dans une telle juridiction afin d'éviter de créer des fonds domestiques dans chacun des pays ciblés. Ceci diminuerait les coûts fixes totaux et permettrait d'arriver plus rapidement à une taille critique.

Une question qui n'a pas été couverte jusqu'à présent est : dans quels pays sont situés les investisseurs potentiels en microfinance ? En réalité, certaines IMF empruntent déjà auprès de particuliers aisés dans leur propre pays, habituellement à des taux plus élevés que de la part de banques locales et d'investisseurs étrangers. Le fait d'investir à travers un fonds permettrait à ces particuliers de diversifier leur risque tout en assurant une plus grande stabilité de ressources aux IMF. Un des objectifs de cette étude est d'encourager la création et la distribution de fonds d'investissement internationaux en microfinance qui peuvent être vendus dans plusieurs pays à la fois. Néanmoins, certains pays suffisamment grands, avancés en microfinance et disposant d'une législation de fonds adéquate, tel que l'Inde par exemple, pourrait envisager de créer des fonds domestiques en microfinance ciblés vers la clientèle locale. Ces fonds pourraient d'ailleurs aussi recevoir les investissements de certains fonds de fonds en microfinance qui commencent à s'établir comme le Positive Fund.



# Observations finales


La microfinance se commercialise petit à petit mais elle n'est sans doute pas encore prête pour les marchés des capitaux traditionnels. La dynamique de risque/rendement, telle qu'elle est perçue par les opérateurs financiers n'est pas en faveur de la microfinance et des fonds d'investissement en microfinance. Des fonds à tendance commerciale sont mélangés avec de l'argent provenant de donateurs ou de bailleurs de fonds. L'offre de fonds d'investissement véritablement indépendants et commerciaux est encore insuffisante à l'heure actuelle.

Les Institutions Financières Internationales (IFI) ont joué un rôle central dans la création des premiers fonds d'investissement dédiés à la microfinance. Bien des enseignements ont été tirés de ces expériences. En participant en tant qu'actionnaires, les IFI ont contribué à créer un produit qui peut être un véritable instrument d'appui au développement.

Avec l'expansion rapide de la microfinance et les ressources, malgré tout, limitées des IFI, d'autres sources de financement doivent être trouvées. Les investisseurs institutionnels purement commerciaux n'étant pas encore tout à fait prêts à s'engager dans cette industrie nouvelle pour eux, les espoirs les plus prometteurs semblent être les Investisseurs Socialement Responsables privés aisés et fortunés, aussi bien dans les pays développés que dans les pays en voie de développement. Ce sont des particuliers comprenant les bienfaits sociaux de la microfinance et souhaitant y allouer une partie de leur portefeuille d'investissements, et non pas simplement des donations. Ces particuliers sont prêts à investir pour autant que des produits ou des fonds d'investissement appropriés leur soient présentés. Nous faisons des suggestions à cet égard dans la section suivante.

Les investissements provenant du grand public viendront mais plus tard. Une des limitations principales à ce sujet est la nature même des investissements sous-jacents, c'est-à-dire les financements octroyés aux IMF. Dans la législation européenne par exemple, nous avons des contraintes quant aux produits dans lesquels un fonds peut investir pour être vendu au grand public. Un fonds luxembourgeois tel que le Dexia Micro-Credit Fund est structuré sous la partie de la loi (partie II) qui lui permet d'octroyer des prêts par exemple mais qui ne lui permet pas d'être activement commercialisé à la clientèle privée. Un courrier promouvant le fonds au grand public est par exemple interdit. Même de la publicité sur internet est délicate. De manière à être rentable, un contact direct avec un investisseur privé requiert donc que l'investissement potentiel de ce client soit d'une taille minimum.

Nous pouvons quand même trouver des investisseurs institutionnels commerciaux avec une vue à long terme et sociale qui sont prêts à investir une partie de leurs actifs dans la microfinance. Le tout est de trouver un véhicule d'investissement approprié. Certains fonds éthiques pourraient investir une portion de leurs actifs dans la microfinance si cela est compatible avec leurs objectifs d'investissement. Certains fonds américains sponsorisés par le groupe Calvert investissent entre 1 et 3 % de leurs actifs dans la Fondation Calvert qui finance des IMF.



Nous envisageons ici une commercialisation plus active de la microfinance. Mais le marché des IMF est-il prêt à digérer une telle activité ? Est-ce que les IFI, les fonds d'investissement, les bailleurs de fonds, etc. ne se concentrent-ils pas trop sur les quelques 300 IMF rentables et viables ? Espérons que ce chiffre soit en train de croître ! C'est clairement un processus lent mais toutes les composantes doivent progresser ensemble. La création et la promotion de véhicules d'investissement sont des composantes de cette progression de la microfinance.

Nous avons vu que plusieurs fonds d'investissement ont été créés avec des assistances techniques qui y étaient liées. Il est intéressant de remarquer que certains de ces fonds ont connu une croissance limitée, surtout en comparaison de fonds créés sans assistance technique. La viabilité de ces derniers dépend plus de leur croissance que pour les autres fonds, ce qui explique l'accent mis sur leur commercialisation plus active. Ce marché étant encore très neuf, il y a de la place pour toutes sortes de structures, mais certaines croîtront plus vite que d'autres en fonction des investisseurs qu'elles ciblent.

Les fonds d'investissement suivent en fait un parcours très similaire aux IMF. Des subventions peuvent être requises au début, jusqu'à ce que le fonds atteigne une taille critique lui permettant d'être viable. Ce cheminement est nécessaire pour s'assurer que les coûts fixes et les coûts de lancement ne pèsent pas trop sur les investisseurs. Les IFI et les investisseurs commerciaux peuvent être très complémentaires à ce niveau. L'apport initial pourrait être amené par des agences de développement et la distribution active pourrait être assurée par des institutions financières. La mise sur pied d'un fonds d'investissement, l'évaluation des IMF et le processus d'investissement pourrait ainsi être un effort conjoint de différents acteurs présents intéressés par le développement de la microfinance.

Nous pourrions aussi envisager une répartition des risques en fonction de la tolérance ou de la volonté de prise de risques de la part des apporteurs de fonds. Les IFI ne devraient-elles pas se focaliser sur les IMF naissantes pendant que les investisseurs commerciaux se concentreraient sur les IMF viables ? Les IFI ne devraient-elles pas se focaliser sur des participations initiales dans des IMF pendant que les investisseurs commerciaux se concentreraient sur l'octroi de prêts et l'apport de capital pour des IMF pérennes ? Il existe probablement aussi un marché pour des fonds de capital-risque qui investiraient dans des IMF naissantes comme le Investisseur & Partenaire pour le Développement qui a récemment été lancé à l'île Maurice par un groupe d'investisseurs privés français.

Des IFI pourraient aussi apporter une garantie de premier rang pour limiter la prise de risque par des investisseurs plus commerciaux. Au fur et à mesure que la microfinance se commercialise et devient plus importante en taille et en maturité, des solutions déjà présentes sur le marché des capitaux seront disponibles pour ces fonds. Mais à l'heure actuelle, des structures simples suffisent déjà à rencontrer les besoins sociaux et financiers d'un grand nombre d'investisseurs privés aisés et fortunés.

Les Etats, à travers les agences de développement, peuvent donc jouer un rôle dans la commercialisation de la microfinance. Ils peuvent aussi contribuer de manière encore plus directe en permettant des réductions d'impôts pour ceux qui investissent en microfinance. Par exemple, les lois fiscales néerlandaises favorisent certains investissements éthiques en leur octroyant des possibilités de déductions fiscales, même si des discussions sont en cours pour abolir ces avantages. D'autres gouvernements permettent de déduire certains investissements faits sous certaines conditions. La microfinance pourrait être une de ces conditions. Des discussions à ce niveau devraient avoir lieu entre les professionnels de la microfinance et les différentes autorités compétentes.

# Recommandations

Les avantages des fonds d'investissement pour les investisseurs et les institutions financées ont déjà été démontrés pour des investissements traditionnels. Les IMF peuvent aussi retirer des avantages de financements de la part de ce type de structure. Des ressources plus importantes et surtout plus stables peuvent ainsi être mises à leur disposition. Nous estimons qu'un fonds d'investissement devrait avoir certaines caractéristiques pour pouvoir être plus aisément commercialisé auprès d'une clientèle privée aisée ou fortunée :

#### - Entité réglementée


Le fonds d'investissement devrait être une entité distincte et réglementée par des autorités reconnues comme étant appropriées par les investisseurs ciblés. Le domicile du fonds peut être dans le pays des investisseurs en question ou mieux encore dans un pays facilitant une distribution transfrontalière si le promoteur a l'intention de commercialiser le fonds dans plusieurs pays.

#### - Promoteur et/ou gestionnaire reconnus

Certaines législations sont plus strictes que d'autres quant aux responsabilités des promoteurs et des gestionnaires. Etant donné que la microfinance est une industrie neuve surtout dans son approche des investisseurs privés et commerciaux, la participation de professionnels reconnus dans la microfinance et dans l'industrie des fonds est importante.

#### - Structure transparente et objectifs clairs

Certains des fonds d'investissement étudiés ont une structure et des objectifs plus clairs que d'autres. Les informations disponibles dans les prospectus (ou tout autre document équivalent) et dans les rapports annuels sont parfois très limitées. La raison est probablement que ces fonds ciblent des investisseurs institutionnels sociaux qui ne requièrent pas une



telle ouverture. La commercialisation auprès d'une clientèle privée, même aisée ou fortunée, nécessite une approche transparente et claire, surtout dans les législations soucieuses de la protection de l'investisseur privé et de son accès à un maximum d'information concernant le produit qu'il achète.

- Structure avec capital variable et une durée de vie illimitée

Un certain nombre de structures étudiées sont des fonds fermés avec une durée de vie limitée (souvent à 10 ans). Un problème pour ces structures se pose en fin de vie pour vendre leurs positions essentiellement s'il s'agit de participations dans de petites IMF. Ce processus s'avère délicat et risque d'entraîner des ventes à des prix moindres que si le fonds n'était pas contraint de vendre pour cause de fin de vie. Les actionnaires dans ces structures sont souvent des agences de développement ou des IFI qui jouent ainsi leur rôle d'appui au développement. Pour des investisseurs privés, la situation est très différente. Un flot régulier et progressif d'argent dans un fonds est bénéfique pour toutes les parties, et certainement aussi pour les IMF concernées.

Les contraintes sont certes plus élevées pour un fonds ouvert, comme par exemple la nécessité d'avoir des évaluations régulières pour permettre à des nouveaux investisseurs de rentrer dans le fonds. Une plus grande transparence en terme d'informations financières est aussi requise.

- Type de structure et domicile

Le type de structure (Sicav, fonds commun de placement, société d'investissement, société coopérative, etc.) ainsi que le domicile (Etats-Unis, Ile Maurice, Luxembourg, Pays-Bas, Irlande, etc.) dépendront des objectifs des promoteurs ainsi que des investisseurs ciblés. Il peut aussi y avoir plusieurs compartiments au sein d'une même structure juridique : un sous-fonds dette, un sous-fond participations, un sous-fonds d'IMF naissantes, une classe USD, une classe EUR, des couvertures de change ou non, etc. Certaines législations sont plus flexibles que d'autres dans les structures possibles.

- Mécanismes de garantie ?

Nous avons vu que des mécanismes de garantie par des agences de développement pourraient être mis en place. Ceci est une voie à plus long terme dans la mesure où de simples structures offrent déjà des opportunités sociales et financières très intéressantes pour des particuliers.

- Accords de distribution et marchés ciblés

Comme dans le marché traditionnel des fonds d'investissement, une stratégie de distribution domestique et transfrontalière est essentielle pour assurer une croissance régulière du fonds et surtout sa pérennité.

Une plus grande clarté est également requise quant à la nature exacte de certains fonds d'investissement. Des véhicules d'investissement créés à des fins de développement par quelques investisseurs institutionnels sociaux ne conviendront pas à d'autres investisseurs

comme des particuliers, par exemple. La tentation de pouvoir gérer un fonds avec une masse critique suffisante est grande mais une attention particulière portée sur des marchés cibles clairs est importante pour s'assurer le succès d'un fonds.

- Evaluations régulières avec possibilités de rachats.

Si un fonds d'investissement est commercialisé auprès de particuliers, il est préférable qu'il ait une évaluation régulière. Seulement deux fonds sur toute l'étude ont une valeur nette d'inventaire (VNI) publiée une fois par mois : le Dexia Micro-Credit Fund et le Triodos Fair Share Fund. Tous les autres ont des évaluations une fois par an ou au mieux une fois par trimestre, le plus souvent seulement disponible pour les investisseurs. La difficulté est bien entendu d'évaluer les actifs sous-jacents. Dans le cas de prêts, comme pour le fonds Dexia Micro-Credit Fund, on peut adopter une évaluation linéaire avec des provisions éventuelles dans le cas de créances douteuses. Mais l'évaluation de participations dans des IMF est nettement plus complexes dans la mesure où ces parts de capital ne sont pas cotées en bourse et les IMF ne sont en général auditées qu'une fois par an, si elles le sont. Certaines IMF se font un devoir de fournir à leurs créanciers des informations financières mensuellement. Mais ces données ne sont pas auditées. L'approche la plus fréquente est d'évaluer ces participations annuellement pour les fonds fermés et au moins trimestriellement pour les fonds ouverts. Il existe néanmoins toujours un désavantage potentiel soit pour les actionnaires existants soit pour les nouveaux dans la mesure où il peut y avoir une différence entre la valeur des participations évaluée dans la VNI et la «véritable» valeur de l'IMF.

D'autres véhicules d'investissement, tel que IMI, ont adopté une autre approche, qui n'est véritablement possible qu'avec des actionnaires institutionnels peu nombreux. Le dernier investisseur en date est entré dans le capital de IMI à un prix déterminé spécifiquement pour lui et dûment audité par les réviseurs de l'institution.

Pour un certain nombre de fonds dans cette étude, une évaluation de leurs parts n'était pas disponible, information probablement réservée aux actionnaires. L'analyse du rendement n'était donc pas possible.

- Apport initial

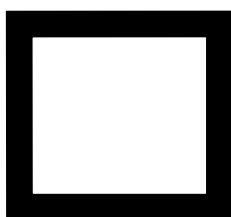
L'importance de disposer d'un apport initial suffisant a déjà été couverte mais c'est sans doute l'élément le plus délicat du lancement d'un nouveau fonds. Sans apport initial minimum les coûts fixes et les frais de lancement pèsent sur le rendement du fonds, empêchant ainsi les actionnaires d'apprécier le rendement réel du fonds.

- Taille critique

Cet élément est une conséquence du précédent élément et de la capacité du fonds à se distribuer efficacement. Un fonds indépendant ne peut atteindre de viabilité qu'avec une taille critique minimum.

# Conclusion

Au fur et à mesure que la microfinance se commercialise, les fonds d'investissement deviennent des véhicules de plus en plus intéressants pour investir de manière collective dans un groupe diversifié d'IMF. Les investisseurs diversifient leurs risques et peuvent investir des montants relativement faibles en microfinance. De leur côté, les IMF ont accès à des sources de financement plus stables, plus larges et à plus long terme.



Nous sommes véritablement au début d'un intérêt grandissant pour la microfinance de la part d'investisseurs privés qui sont prêts à investir dans ce domaine parce qu'il offre des perspectives de rendement double, un rendement social et un certain rendement financier également. Les professionnels de la microfinance, aidés par des spécialistes des marchés des capitaux traditionnels, doivent continuer à créer et à commercialiser des structures adaptées pour rencontrer cette demande.





# Annexe



NOM	Domicile	Structure légale	Promoteur
Accion Gateway Fund	Etats-Unis	Limited Liability Company	ACCION International
Accion Investments in Microfinance	Iles Caïmans	Société d'investissement	ACCION International
Africap	Ile Maurice	Société de Capital Investissement à but lucratif	ACCION Intl & CALMEADOW
ALTERFIN	Belgique	Société coopérative à rl	-
ASN-Novib Fund	Pays-Bas	Fonds d'investissement	ASN Bank & NOVIB
BIO	Belgique	SA	Partenariat gouvernement belge et Société Belge d'Inv Intl.
Calvert Social Investment Foundation - Community Investment Notes	Etats-Unis	Institution 501 (c) 3 sans but lucratif	Calvert Group
Deutsche Bank Microcredit Development Fund (DBMDF)	Etats-Unis	Institution 501 (c) 3 sans but lucratif	Deutsche Bank
Dexia BlueOrchard Microcredit Fund	Luxembourg	SICAV	Dexia-BIL
Fonds International de Garantie (FIG)	Suisse	Société Coopérative	Fondation RAFAD
Hivos-Triodos Foundation	Pays-Bas	Fondation	Hivos Foundation et Triodos Bank
IMI AG	Allemagne	Société d'investissement	Initiative de IPC
Investisseur et Partenaire pour le Développement	Ile Maurice	Société d'investissement	-
La Fayette Participations	France	Société par actions simplifiée	Groupe Horus
Latin American Bridge Fund (LABF)	Etats-Unis	Partie de Accion, Institution 501 (c) 3 sans but lucratif	Accion International

Actifs		Gestionnaire	Type de Fonds/Structure	Conditions octroyées aux IMF	Investisseurs / Actionnaires
\$ / €	A la date du				
\$ 5 million	31-Déc-01	Gateway ACCION Intl Manager	Fonds d'Investissement Social	Subsidiées et/ou proches du marché	CGAP et USAID seulement
\$ 18 million	27-Fév-03	Gateway ACCION Intl Manager	Fonds d'Investissement Social	-	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers - Min. \$ 250,000
\$ 13.3 million	31-Juillet-02	AfriCap MicroVentures Ltd, Dakar	Fonds d'Investissement Social	-	Investisseurs Inst. Sociaux
€ 7.4 million	31-Déc-02	Alterfin	Fonds Social	Conditions proches du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers
€ 5.1 million	Mars 03	NOVIB - FSU	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers
€ 46.2 million	31-Déc-02	BIO	Partenariat public - privé investissant en microfinance	Conditions du marché	Gouvernement belge & SBI
\$ 65 million	31-Déc-02	Calvert Social Investment Foundation	Fonds Social	Conditions proches du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers
\$ 2.3 million	31-Mar-02	Deutsche Bank New York	Structure de donation	Conditions subsidiées	-
\$ 43 million	30-Sep-03	Dexia BIL et BlueOrchard Finance S.A., Genève	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Particuliers et quelques investisseurs commerciaux
CHF 1.57 million	15-Nov-02	Fonds International de Garantie	Fonds Social	Conditions proches du marché	IMF, Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers
€ 11.3 million	31-Déc-02	Triodos International Fund Management B.V.	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	-
€ 34.7 million	Juin 03	IMI AG	Fonds d'Investissement Social	-	Investisseurs Inst. Sociaux
€ 8 million	Jullet 2003	I&P Etudes et Conseils	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Particuliers
€ 0.3 million	Mai 2003	Horus	Fonds d'Investissement Social	-	Investisseurs Inst. Sociaux
\$ 7.7 million	31-Déc-02	Accion International	Fonds d'Investissement Social	Conditions proches du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers

NOM	Domicile	Structure légale	Promoteur
Latin American Challenge Investment Fund, S.A.	Panama	S.A.	Seed Capital Development Fund
Luxmint - ADA	Luxembourg	Société sans but lucratif	Gouvernement luxembourgeois
MicroVest I, LP	Etats-Unis	Limited Partnership	MEDA, CARE & SEED
NOVIB	Pays-Bas	Fondation	NOVIB
Oikocredit	Pays-Bas	Société Coopérative	-
Partnership Fund, Guaranty Fund and FONIDI Fund	Canada	Limited Partnership	Développement International Desjardins
Positive Fund	Iles Caïmans	Société d'investissement	Un groupe de particuliers
PROFUND	Panama	Fonds d'investissement formé en S.A.	Calmeadow
responsAbility Global Microfinance Fund	Luxembourg	Fonds Commun de Placement	Banque(s) suisse(s)
Sarona Global Investment Fund, Inc.	Etats-Unis	Société sans but lucratif	MEDA
ShoreCap International	Iles Caïmans	Société d'investissement	Shorebank Corporation, Illinois
SIDI (Solidarité Internationale pour le Développement et l'Investissement)	France	S.A.	Comité Catholique contre la Faim et pour le Dvt
Triodos Fair Share Fund	Pays-Bas	Fonds d'investissement	Triodos Bank
Triodos-Doen Foundation	Pays-Bas	Fondation	Triodos Bank and Doen Foundation

Actifs		Gestionnaire	Type de Fonds/Structure	Conditions octroyées aux IMF	Investisseurs / Actionnaires
\$ / €	A la date du				
\$ 15 million	31-Déc-02?	Cyrano Management S.A., Panama	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Investisseurs Inst. Sociaux
€ 1.35 million	31-Mar-03	ADA - Luxmint	Fonds Social	Conditions proches du marché	-
Lancement prévu en 2003 ou 2004		MicroVest Capital Management, LLC	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers
€ 11.8 million	Mars 03	NOVIB - FSU	Fonds Social	Subsidiées et/ou proches du marché	NOVIB
€ 212/97.6 million	31-Déc-02	Oikocredit	Fonds Social	Conditions proches du marché	Essentiellement des organisations liées à l'Eglise
\$ 11.6 million	31-Déc-02	Développement International Desjardins	Fonds Social	Conditions proches du marché	-
Lancement prévu au 4ème trimestre 2003 ou en 2004		Positive Investment Initiative, Genève	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers
\$ 20.6 million	Mai 2003	Omtrix S.A., Costa Rica	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Principalement Investisseurs Inst. Sociaux
Lancé le 28 novembre 2003		responsAbility en tant que General Portfolio Manager	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers
\$ 4.85/3.1 million	31-Déc-02	MEDA Investments, Inc.	Fonds Social	Conditions proches du marché	MEDA comme actionnaire + des institutions et des particuliers comme prêteurs
Lancement prévu en 2003 ou 2004		-	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Principalement Investisseurs Inst. Sociaux + 2 Institutions financières
€ 9.9/3.3 million	31-Déc-02	SIDI	Fonds Social	Conditions proches du marché	Toutes catégories d'investisseurs
€ 2 million	Mai 2003	Triodos International Fund Management B.V.	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Investisseurs Inst. Sociaux et particuliers aux Pays-Bas
€ 22 million	31-Déc-02	Triodos International Fund Management B.V.	Fonds d'Investissement Social	Conditions du marché	Doen Foundation

**ADA - Appui au Développement Autonome**  
**15, boulevard Grande-Duchesse Charlotte**  
**L-1331 Luxembourg**

Tél: +352 45 68 68 1

Fax: +352 45 68 68 68

E-mail: [adainfo@microfinance.lu](mailto:adainfo@microfinance.lu)

[www.microfinance.lu](http://www.microfinance.lu)

