



# VIII<sup>ème</sup> Midi de la microfinance

La structuration des fonds  
de microfinance

Mardi 20 mai 2008

## Programme

- 12.00 Mot d'accueil  
Philippe Depoorter, Banque de Luxembourg
- 12h05 Introduction  
Philippe-Fitzpatrick Onimus, Président ADA
- 12h10 **La structuration des fonds de microfinance**  
Panel d'experts :  
Anne Contreras, Arendt & Medernach  
Frédérique Lifrange, Elvinger, Hoss & Prussen  
Nathalie Dogniez, KPMG
- 12h40 Questions-réponses
- 13h00 Mot de clôture  
Daniel Dax, LuxFLAG
- 13h10 Buffet
- 14h00 Fin

Retrouvez la vidéo du VIII<sup>ème</sup> Midi de la microfinance  
sur [www.microfinance.lu](http://www.microfinance.lu)



# Table des matières

## 1. Introduction

## 2. Notes biographiques

- Anne Contreras, Arendt & Medernach (Avocats à la Cour)
- Frédérique Lifrange, Elvinger, Hoss & Prussen (Avocats à la Cour)
- Nathalie Dogniez, KPMG (Cabinet d'Audit)

## 3. Documents de référence

- « *Les instruments d'investissement en microfinance* », Note du CGAP, Avril 2007.
- Résumé exécutif de « *Place financière de Luxembourg : avantages, compétences et opportunités en matière de création et d'enregistrement de fonds d'investissement en microfinance* » J. Elvinger & M. Elvinger, pour la *Table Ronde de la Microfinance au Luxembourg*, par ATTF, Décembre 2005.
- « *Luxembourg Investments Vehicles* », Elvinger, Hoss & Prussen, May 2008.
- Tableau des véhicules d'investissements luxembourgeois spécialisés en microfinance, ADA.
- « *LuxFLAG grants new MIV labels* », Press release, 8<sup>th</sup> May 2008.

## 4. Bibliographie



## Introduction

On dénombre actuellement de par le monde une cinquantaine de véhicules d'investissement réglementés principalement dédiés à la microfinance. Parmi ceux-ci, près de la moitié sont enregistrés au Luxembourg ce qui, avec plus de 1,2 milliard d'euros investis en microfinance, positionne sans conteste la place financière comme leader mondial dans ce domaine.

Quelles sont les structures juridiques les plus souvent utilisées pour ces véhicules d'investissement ? Quels sont les avantages et les limites des structures juridiques actuellement disponibles ? Quels sont les avantages en termes de fiscalité ? Quelles sont les contraintes en matière de distribution ? Sachant que les investissements sous-jacents sont très rarement cotés, comment sont valorisés les actifs sous-jacents et quelles en sont les conséquences au niveau de l'audit et du reporting ?

Lors de ce 8<sup>ème</sup> Midi de la microfinance, des éléments de réponses à ces questions seront apportés par des experts de la place financière impliqués depuis plusieurs années dans la structuration de véhicules d'investissement en microfinance.



## Biographie des orateurs

### ***Anne Contreras - Arendt & Medernach (Avocats à la Cour)***

Anne Contreras is a partner in the Investment Management Practice at *Arendt & Medernach*.

She specialises in investment fund and pension funds work, advising domestic and international clients on the corporate and regulatory aspects of the creation, structuring and distribution of investment funds and pension funds with respect to microfinance. She has been involved in the structuring of various investment funds of different types involving both public and private investors.

She participates in several working groups of the Luxembourg Investment Fund Association (ALFI).

Prior to joining the Luxembourg Bar, she worked as lawyer at the Paris Bar from 1994 to 1997.

Anne Contreras holds a Master's degree in law and a DEA in international private law and international commercial law from the Université Paris I Panthéon-Sorbonne (France)."

### ***Frédérique Lifrange - Elvinger, Hoss & Prussen (Avocats à la Cour)***

Frédérique Lifrange is a senior associate at Elvinger, Hoss & Prussen. She became a member of the Luxembourg Bar in 2002.

Her principal fields of activity are investment funds and investment companies.

She is "licenciée en droit" from the Université de Liège (Belgium) and holds an LLM in International Trade Law from the University of Essex (UK).

She was a "Maître de Conférences" at the Université de Liège from 2002 to 2006. She is still collaborating with this University.

## **Nathalie Dogniez - KPMG**

Nathalie Dogniez est associée au sein de KPMG Luxembourg, qu'elle a rejoint en 1989, après avoir obtenu son diplôme d'ingénieur en sciences commerciale (HEC Liège). Elle a obtenu le titre de Réviseur d'Entreprises en 1994. Au sein de KPMG Luxembourg, elle est responsable de l'activité d'audit des fonds d'investissements ainsi que du département « Learning & development ».

Au cours de 19 années d'audit de véhicules d'investissements, elle a été exposée à tous types de structures et toutes catégories d'actifs, y compris des fonds d'investissements microfinance.

A ce titre, elle intervient régulièrement en tant qu'orateur lors de conférences ou séminaires ayant trait à l'asset management et aux fonds d'investissements.

Elle participe activement à différents groupes de travail de l'association luxembourgeoise des fonds d'investissements (« ALFI ») et préside plus particulièrement le groupe de travail « SRI » (Socially Responsible Investment) et co-préside le groupe « eligible assets ».

## LES INSTRUMENTS D'INVESTISSEMENT EN MICROFINANCE

**Les investissements de capitaux étrangers dans la microfinance sont en pleine expansion.** Les investissements étrangers ont plus que triplé depuis deux ans et atteignent 1,4 milliards USD en 2006<sup>1</sup>.

Deux acteurs principaux sont à l'origine de cette tendance : les institutions financières internationales (IFI) — qui représentent le volet d'investissement privé des organismes publics de développement — et les fonds d'investissement privés, aussi appelés « véhicules d'investissement en microfinance » (VIM). Les IFI ont joué un rôle important dans la commercialisation de la microfinance en fournissant la mise de fonds initiale d'institutions de microfinance (IMF) débutantes et en comblant l'écart entre le financement par subvention et le financement par des capitaux locaux. Les IFI sont responsables de la création de la plupart des premiers fonds d'investissement en microfinance, qui leur offraient une manière plus efficace d'investir dans le secteur qu'un investissement direct auprès d'une IMF. Les fonds d'investissement sont maintenant en train de gagner du terrain et de trouver d'autres investisseurs, dont les investisseurs privés. Une nouvelle enquête du CGAP montre que, bien que les portefeuilles de microfinance des IFI (y compris les investissements via des fonds) aient plus que doublé, puisque leur volume est passé d'1 milliard USD en 2004 à 2,3 milliards USD en 2006, les portefeuilles des fonds d'investissement ont plus que triplé durant la même période et ont progressé de 600 millions USD à 2 milliards USD<sup>2</sup>. La présente note résume les conclusions de l'enquête et explore les conséquences de l'expansion rapide des fonds d'investissement pour le secteur de la microfinance.

### L'évolution du contexte des instruments d'investissement en microfinance

Au cours des deux dernières années, les fonds d'investissement en microfinance ont progressé en nombre, en taille et en diversification des produits offerts.

*La présente note utilise les conclusions de deux études réalisées au quatrième trimestre 2006 : une étude du CGAP sur les portefeuilles de microfinance des IFI (institutions financières internationales) et une étude réalisée conjointement par le CGAP et MicroRate au sujet des tendances des « véhicules d'investissement en microfinance ».*

<sup>1</sup> Investissements directs des IFI et des fonds en 2006.

<sup>2</sup> Selon l'enquête menée par le CGAP et MicroRate, l'encours des portefeuilles des fonds d'investissement en microfinance (y compris les emprunts, les participations au capital et les garanties) se montaient à 2 milliards de dollars en décembre 2006.

Trente nouveaux fonds ont été créés en 2005 et en 2006, ce qui a porté le total à 74. Le portefeuille des encours a progressé de 110 % et a atteint 2 milliards USD. Les valeurs à revenu fixe libellées en euro et en dollar constituent encore la majorité, mais on observe un intérêt grandissant pour les actions et les placements en devises locales.

Bien que des capitaux privés se dirigent désormais vers les fonds d'investissement, on ne peut pas encore vraiment parler de capitaux strictement commerciaux. Les investisseurs sont des investisseurs souscrivant à des objectifs sociaux : des particuliers et des fondations (47 %) ; des IFI, tels que SFI, FMO et KfW, (36 %) ; et des investisseurs institutionnels, tels que des caisses de retraite, caractérisés par un double objectif de résultat (17 %). L'intérêt pour les investissements socialement responsables s'accroît à mesure que la microfinance gagne en éminence, et les investisseurs institutionnels traditionnels manifestent un intérêt plus prononcé. On peut par exemple citer la prise de participation de 43 millions USD effectuée par TIAA-CREF, une grosse caisse de retraite américaine, au sein de Procredit Holding, l'une des plus importantes entreprises de microfinance dans le monde.

La plupart des fonds d'investissement en microfinance ont une taille très réduite (86 % gèrent moins de 20 millions d'encours), et la taille moyenne d'un placement au sein d'un fonds est d'1 million, un montant nettement inférieur au placement moyen au sein des IFI (3,9 millions), ce qui indique que les VIM s'intéressent à des IMF de moindre envergure que les IFI.

Les rendements sont proches de ceux du marché monétaire. En ce qui concerne les instruments d'investissement plus anciens à revenu fixe, le rendement varie entre 2,6 % et 5,1 % en dollars U.S.<sup>3</sup>, ce qui reflète le fait que les investisseurs recherchent aussi bien un rendement social qu'un rendement financier. Dans la mesure où il s'agit d'un marché récent caractérisé par un horizon à long terme, il ne faut pas s'étonner que les fonds de placements en actions ne produisent pas encore de rendements importants, même si les IMF objets de ces placements affichent des rendements sur fonds propres élevés. Durant les premières phases d'expansion de ce

<sup>3</sup> L'indice en dollar US de Symbiotic Microfinance fait état d'un rendement annuel variant entre 2,6 % et 5,09 %. Voir [http://www.symbiotics.ch/en/smx/smx\\_usd.asp](http://www.symbiotics.ch/en/smx/smx_usd.asp).

marché, le coût élevé du financement des actifs, des politiques limitant le versement de dividendes et des options de revente restreintes exercent une pression à la baisse sur le rendement des fonds de placement.

La concentration du marché des fonds d'investissement en microfinance prend plusieurs aspects. Les 10 fonds les plus importants représentent 67 % du total des portefeuilles. Un quart des investissements effectués via ces fonds sont concentrés auprès de 10 IMF seulement. Cela dit, les fonds répartissent leurs investissements auprès d'un plus grand nombre d'IMF que ne le font les IFI<sup>4</sup>. En termes d'instruments, les ressources des fonds sont principalement investies en titres à revenu fixe, libellés en devise forte pour 70 % d'entre eux. Depuis quelque temps, les investisseurs intéressés par la microfinance commencent à adopter les instruments financiers plus traditionnels, telles que titrisations, titres de créances garanties et garanties de crédit. En dernier lieu, on note une concentration régionale : 81 % des fonds d'investissement en microfinance concernent l'Europe de l'Est, l'Asie Centrale et l'Amérique latine.

Les fonds d'investissement les mieux positionnés sur le marché gèrent des actifs d'un volume supérieur à 200 millions USD et comprennent :

- BlueOrchard, une société de gestion de fonds ciblant les IMF les plus importantes, gère à l'heure actuelle 450 millions d'actifs, par l'intermédiaire de trois fonds et de deux titres de créances garantis<sup>5</sup>.
- Procredit Holding AG, société mère de 18 banques de microfinance, possède un portefeuille de plus de 390 millions.
- Oikocredit, une société coopérative pratiquant l'intermédiation des fonds fournis par des investisseurs sociaux aux Pays-Bas, gère 260 millions d'encours de prêts accordés à 307 IMF.

### La spécialisation sur des créneaux du marché

En raison de l'arrivée d'un nombre croissant de bailleurs de fonds intéressés par la microfinance, les fonds d'investissement commencent à pénétrer certains nouveaux créneaux du marché, par le biais de nouvelles

<sup>4</sup> En 2006 les fonds d'investissement en microfinance ont investi auprès de 475 IMF, tandis que les IFI n'investissaient qu'auprès de 207 IMF.

<sup>5</sup> Ces titres de créances garantis regroupent des prêts aux IMF. Une fois titrisés ils sont vendus à des investisseurs.

stratégies ou instruments d'investissement. Dans le cadre de ces nouvelles stratégies, les fonds peuvent cibler des IMF de plus petite taille (Luxmint), des sociétés holding inspirées du modèle de Procredit (Access, Axa, Lafayette), des fonds de placement (Unitus, Africap), des fonds nationaux (Bellwhether Fund en Inde, Jaida Fund au Maroc), et des fonds investissant auprès d'autres fonds (Gray Ghost). Il est encourageant de voir que certains des bailleurs de fonds ont décidé d'offrir des investissements libellés en devise locale ou des produits liés à la devise locale. Par exemple, SFI, FMO et KfW ont créé Lok Capital pour fournir des capitaux propres à des IMF nouvelles et de plus petite taille en Inde.

### Un contexte favorable mais des défis à relever

L'arrivée massive de capitaux privés étrangers dans le secteur de la microfinance est une marque positive de la confiance des investisseurs. Bien que la plus grande partie des ressources des fonds provienne d'investissements à objectif social (dont les IFI), les investisseurs traditionnels, même s'ils souscrivent à certains objectifs sociaux, manifestent un intérêt grandissant. La croissance rapide des fonds d'investissement met également en évidence plusieurs défis futurs :

- Comme il existe 74 fonds pour un nombre limité d'IMF, on constate une fragmentation considérable et une duplication des coûts. Une certaine consolidation augmenterait l'efficacité.
- Il existe peu de transparence en ce qui concerne les résultats des fonds d'investissement. Il est essentiel de mettre en place des normes de performance et une plus grande transparence.
- Il existe un besoin urgent de mieux définir les rôles et les avantages comparatifs des investisseurs publics et privés à la lumière de l'évolution rapide du secteur, et de déterminer qui devrait accepter le degré de risque le plus élevé. Il serait essentiel de commencer avant toute chose par comprendre que « privé » ne signifie pas « commercial » ou bénéfice maximum. La grande opportunité qui s'offre à la microfinance est de puiser dans le marché gigantesque et croissant des investissements privés « socialement responsables ».

**Auteurs :** Xavier Reille et Ousa Sananikone

# RÉSUMÉ (p.3-4)

## Source

### *Place Financière de Luxembourg : avantages, compétences et opportunités en matière de création et d'enregistrement de fonds d'investissement en microfinance*

Publié pour la *Table Ronde de la Microfinance à Luxembourg* par ATTF (Agence de Transfert de Technologie Financière), Décembre 2005

Auteurs : Jacques Elvinger et Marc Elvinger – Elvinger, Hoss & Prussen

1. Il est unanimement considéré, à l'heure actuelle, que la microfinance constitue un facteur puissant de lutte contre la pauvreté et pour l'émancipation économique et sociale, avant tout dans les pays en voie de développement.

Au fur et à mesure que les institutions de microfinance implantées dans les pays du Sud se développent et mettent en œuvre leur activité de manière rentable, elles ont besoin de ressources financières supplémentaires dont une partie du moins a vocation à provenir du secteur financier des pays économiquement développés.

Les Fonds d'investissement en microfinance jouent un rôle croissant dans l'acheminement de ces ressources financières supplémentaires vers les institutions de microfinance.

2. D'une manière générale, le cadre légal, réglementaire et fiscal disponible au Luxembourg se prête à l'implantation de Fonds d'investissement en microfinance au Luxembourg. En particulier, la flexibilité des instruments disponibles, combinée avec l'existence d'une surveillance prudentielle reconnue et un environnement fiscal favorable constituent des atouts substantiels de la place. Par ailleurs, les prestataires de services présents au Luxembourg disposent des capacités requises pour répondre aux besoins – sous certains rapports spécifiques – des Fonds d'investissement en microfinance. Aussi la place financière du Luxembourg a-t-elle d'ores et déjà pu attirer un nombre appréciable de Fonds d'investissement en microfinance, tandis qu'un certain nombre de projets supplémentaires sont en cours.

3. Certains facteurs limitatifs – et potentiellement dissuasifs – existent cependant et doivent être pris en considération, notamment lorsqu'il s'agit de définir des mesures à prendre pour rendre la place financière de Luxembourg plus attractive encore pour ce type d'activité :

- A la fois parce que les Fonds d'investissement en microfinance sont généralement de taille réduite et parce que les marges bénéficiaires de ces Fonds restent souvent modiques, ils sont très « cost sensitive », ce qui peut jouer contre une place dotée d'un cadre prudentiel développé, générateur, par définition, de coûts de mise en place et de fonctionnement supplémentaires.
- Bien que ne représentant, en fin de compte, qu'une charge relativement faible pour les Fonds d'investissement en microfinance, la taxe d'abonnement en place au Luxembourg est mise régulièrement en avant dans les études comparatives en vue du choix du lieu d'implantation d'un véhicule d'investissement.
- Les Fonds d'investissement en microfinance ne pouvant pas généralement revêtir la forme d'un OPCVM, bénéficiant de ce fait d'un « passeport européen », leur distribution à l'extérieur de la juridiction d'implantation est soumise à des restrictions qui peuvent faire préférer une implantation dans le principal pays de distribution.
- Pour des Fonds avec concentration géographique, le choix d'un lieu d'implantation proche des cibles d'investissement peut être tentant, notamment en cas d'existence d'un bon réseau régional de conventions contre la double imposition.

4. Ces facteurs potentiellement dissuasifs semblent cependant, dans la plupart des cas, contrecarrés par autant d'avantages que la place financière du Luxembourg est en mesure d'offrir à des initiateurs de Fonds d'investissement en microfinance.

- Outre par sa réputation et le professionnalisme de ses prestataires de services dans le domaine des Fonds d'investissement en général, la place est certainement, en l'état actuel, favorisée par le fait que plusieurs véhicules d'investissement dédiés à la microfinance y ont d'ores et déjà été implantés, passant ainsi le « test » de l'autorité de contrôle, et que dans ce contexte des gestionnaires spécialisés en microfinance ont à leur tour été approuvés par la CSSF.
- La panoplie très large des véhicules d'investissement mis à disposition par le cadre légal et réglementaire luxembourgeois, ensemble avec la grande flexibilité offerte par certains de ces véhicules, notamment dans la définition des politiques d'investissement, permettent de répondre aux besoins à certains égards spécifiques des Fonds d'investissement en microfinance.
- La flexibilité particulière offerte par la SICAR, tout comme l'expérience des prestataires de services présents à Luxembourg sur certaines questions qui peuvent être déterminantes pour des Fonds d'investissement en microfinance, constituent à leur tour des atouts considérables pour la place.

- Par ailleurs et sans préjudice aux contraintes en matière de distribution relevées ci-avant, le fait que la place bénéficie d'un contrôle prudentiel reconnu est de nature à permettre l'enregistrement, et dès lors la distribution, à l'étranger, de certains fonds implantés au Luxembourg.

5. Certaines mesures, relevant d'une part de l'ordre fiscal, d'autre part d'un renforcement de la visibilité du secteur, seraient de nature à favoriser plus encore la place financière du Luxembourg comme lieu d'implantation de Fonds d'investissement en microfinance.

L'abolition de la taxe d'abonnement pour ce type de Fonds serait particulièrement bienvenue à la fois pour favoriser des Fonds qui restent très sensibles au facteur coût et pour manifester de manière tangible l'intérêt des autorités luxembourgeoises pour la promotion de ce segment d'activité au Luxembourg.

D'un autre côté, la place devrait faire de son implication dans le secteur de la microfinance une dimension à part entière de sa politique de communication et de diversification. Sous ce rapport, la création d'un label pour les Fonds d'investissement en microfinance pourrait constituer une démarche particulièrement pertinente.

En conclusion, au moyen d'une démarche à certains égards volontariste, et incombant tantôt aux responsables politiques, tantôt aux professionnels du secteur, le Luxembourg devrait pouvoir confirmer et amplifier son rôle comme centre d'excellence pour des Fonds d'investissement en microfinance.

# LUXEMBOURG INVESTMENT VEHICLES



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
AVOCATS À LA COUR

MAY 2008



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
AVOCATS À LA COUR

## I. Introduction

- Undertaking for Collective Investment (Part II Fund)
- Specialised Investment Fund (SIF)
- Investment Company in Risk Capital (SICAR)
- Securitisation Vehicle (SV)
- Unregulated Company (SOPARFI)

Note: Key descriptive features of those vehicles, as described in these slides refer to the “quod plerumque fit” and do not purport to the exhaustive.



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
A V O C A T S   À   L A   C O U R

## II. Legal Framework

- **Part II Fund**  
Law of December 20, 2002 relating to undertakings for collective investment (Part II).
- **SIF**  
Law of February 13, 2007 relating to specialised investment funds.
- **SICAR**  
Law of June 15, 2004 relating to the investment company in risk capital.



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
A V O C A T S   À   L A   C O U R

## II. Legal Framework

- **Securisation VehiclePart II Fund**  
Law of March 22, 2004 on securisation.
- **Unregulated Company (SOPARFI)**  
Law of August 10, 1915 on commercial companies.





**ELVINGER, HOSS & PRUSSEN**  
 A V O C A T S   À   L A   C O U R

### III. Investment Rules

	PART II FUND	SIF	SICAR	SV	SOPARFI
<b>ELIGIBLE ASSETS/ STRATEGIES</b>	No Restriction	No Restriction	Private Equity / Venture Capital	No Restriction	No Restriction
<b>RISK SPREADING REQUIREMENT</b>	Yes	Yes	No	No	No



**ELVINGER, HOSS & PRUSSEN**  
 A V O C A T S   À   L A   C O U R

### IV. Eligible Investors

PART II FUND	SIF	SICAR	SV	SOPARFI <sup>(1)</sup>
No Restriction	Professional Investors, Institutional Investors and other Well-Informed Investors, i.e. if (i) written declaration and (ii) minimum investment of EUR 125,000 or certificate issued by a professional	Professional Investors, Institutional Investors and other Well-Informed Investors, i.e. if (i) written declaration and (ii) minimum investment of EUR 125,000 or certificate issued by a professional	No Restriction	No Restriction

(1) If investment activity, limited circle of investors.





ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
A V O C A T S   À   L A   C O U R

## V. Regulatory Aspects

### 1. Supervision by the CSSF

- Part II Fund : Yes.
- SIF : Yes (light supervision).
- SICAR: Yes (light supervision).
- SV: No, unless securities issued on a continuous basis to the public.
- SOPARFI: No.



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
A V O C A T S   À   L A   C O U R

## V. Regulatory Aspects

### 2. Entities subject to CSSF approval

	PART II FUND	SIF	SICAR	REGULATED SV
PROMOTER	Yes	No	No	No
MANAGEMENT	Yes <sup>(1)</sup>	Yes <sup>(2)</sup>	Yes <sup>(2)</sup>	Yes <sup>(3)</sup>
INVESTMENT MANAGER	Yes	No	No	No
MAIN SHAREHOLDER	No	No	No	Yes
CUSTODIAN	Yes	Yes	Yes	Yes <sup>(4)</sup>
INDEPENDENT AUDITOR	Yes	Yes	Yes	Yes

- (1) All those who effectively determine the conduct of the activities of the vehicle.
- (2) Only those who formally represent the vehicle.
- (3) Members of the administrative, management and supervisory bodies.
- (4) Choice of custodian not subject to approval.





ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
 A V O C A T S   À   L A   C O U R

## V. Regulatory Aspects

### 3. Information of the Investors

	PART II FUND	SIF	SICAR	REGULATED SV
PROSPECTUS	Yes	Yes	Yes	Yes <sup>(1)</sup>
ANNUAL AUDIT FINANCIAL REPORT	Yes	Yes	Yes	Yes
SEMI-ANNUAL FINANCIAL REPORT	Yes	No	No	No

(1) If public offering or admission or admission to listing on a EU regulated market.



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
 A V O C A T S   À   L A   C O U R

## VI. Structuring Issues

### 1. Legal Forms Available

	Part II Fund	SIF	SICAR	SV	SOPARFI
Corporate Form	SICAV: SA SICAF: SA, SCA (other forms theoretically possible)	SICAV: SA, SCA, SàRL, SCoSA SICAF: unrestricted	SA, SCA, SàRL, SCoSA, SCS	SA, SCA, SàRL, SCoSA	SA, SàRL, SCA
Contractual Form	FCP	FCP	N/A	Securitisation fund (trust/fiduciary basis)	N/A
Others	unrestricted	unrestricted	N/A	N/A	N/A





ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
 AVOCATS À LA COUR

## VI. Structuring Issues

### 2. Capital

	Part II Fund	SIF	SICAR	SV	SOPARFI
Fixed / Variable Capital	F/V	F/V	F/V	F	F
Segregated Compartments	Yes	Yes	No	Yes	No
Classes	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
Minimum Capital / Net Assets Requirements	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Upon incorporation (corporate form): Law of 1915</li> <li>- Within 6 months: 1.25 mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Upon incorporation (corporate form): Law of 1915</li> <li>- Within 12 months: 1.25 mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- Upon incorporation: Law of 1915</li> <li>- Within 12 months: 1 mio.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Upon incorporation (corporate form): Law of 1915</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>Upon incorporation: Law of 1915</li> </ul>



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
 AVOCATS À LA COUR

## VI. Structuring Issues

### 3. Substance in Luxembourg

Luxembourg service providers required	PART II FUND	SIF	SICAR	SV	SOPARFI
MANAGEMENT	No	No	No	No	No
INVESTMENT MANAGER	No	No	No	No	No
CUSTODIAN	Yes	Yes	Yes	If regulated	No
HEAD OFFICE	Yes	Yes	Yes	Yes	Yes
INDEPENDENT AUDITOR	Yes	Yes	Yes	Yes	Depends on size





ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
 AVOCATS À LA COUR

## VII. Functioning Rules

### 1. Net Asset Value

	PART II FUND	SIF	SICAR	SV	SOPARFI
VALUATION RULES	Realisation value estimated in good faith	Fair value in principle	Foreseeable sales price estimated in good faith	N/A	N/A
PUBLICITY	Once per month, in principle	N/A	Twice per year if requested by investors	N/A	N/A



ELVINGER, HOSS & PRUSSEN  
 AVOCATS À LA COUR

## VII. Functioning Rules

### 2. Issue of Securities

	PART II FUND	SIF	SICAR	SV	SOPARFI
ISSUE PRICE	SICAV/FCP: NAV SICAF: no legal constraints, in accordance with the articles	No legal constraints, in accordance with the articles	No legal constraints, in accordance with the articles	Fund: No legal constraints, in accordance with the management regulations Companies: idem Soparfi	- <u>Debt</u> : Contractual freedom + Lux or foreign law - <u>Equity</u> : Law of 1915 + Articles
PARTIAL PAYMENT	SICAV: No SICAF: Yes <sup>(2)</sup> FCP: Yes	Yes <sup>(1)</sup>	Yes <sup>(1)</sup>	Yes <sup>(2)</sup>	Yes <sup>(2)</sup>

(1) 5%

(2) 25%





## VII. Functioning Rules

### 3. Distributions and Reimbursements

PART II FUND	SIF	SICAR	SV	SOPARFI
SICAV/FCP: No statutory restrictions, except min. capital  SICAF: restrictions of the Law of 1915	No statutory restrictions, except min. capital	No statutory restrictions, except min. capital	Fund: no statutory restrictions  Companies: - Law of 1915 - Waterfall: opposability	Restrictions of the Law of 1915



## VIII. Choice of Adequate Vehicle

### 1) Process of Elimination

- Retail investors: → ~~SICAR, SIF~~
- No eligible promoter → ~~PART II FUND~~
- No risk spreading → ~~PART II FUND, SIF~~
- No private equity / venture capital → ~~SICAR~~
- Segregated compartments → ~~SICAR, SOPARFI~~
- Open-ended vehicle → ~~SOPARFI~~

### 2) Tax structuring

### 3) Market View



**Tableau récapitulatif des véhicules d'investissement luxembourgeois spécialisés en microfinance, ADA**

Fund	Structure	Administration	Promoter	Manager	Custodian
Axa World Funds -Development Debt compartment	SICAV (2002 Law, Pt I)	State Street Bank Lux	Axa Inv. Mgrs Paris	Axa Inv. Managers, Paris	Citibank Lux
Citigroup Global Opportunity Fund -Citigroup Global Microfinance Fund compartment	FCP (2002 Law, Pt II)	Citibank Intl plc, Lux branch	Citi		Citi
Dexia Micro-Credit Fund -Blueorchard Debt compartment	SICAV (2002 Law, Pt II, umb)	RBC Dexia Investor Services Bank Lux	Dexia	Dx A Mgt/BlueOrchard	Dexia
Dexia Orchid Fund**	SICAV (2002 Law, Pt II)		Dexia	Dexia AM	RBC Dexia
Dual Return Fund -Vision MF compartment	SICAV (2002 Law, Pt II, umb)	UBS Fund Services Lux	Axxion / VPM / PEH	Symbiotics, Geneva	UBS
European Fund for Southeast Europe -Bosnia & Herzegovina C compartment -Montenegro C compartment -Kosovo C compartment -Serbia C compartment -Regional A&B compartment -Regional C compartment -Regional Non-EU A&B compartment	SIF-SICAV (ex1991)	KfW and Oppenheim Pramerica Asset Management, Luxembourg	KfW	Oppenheim Pramerica Asset Management, Luxembourg (Bankakademie as advisor)	Citibank
Finethic Microfinance SICAR	SICAR	Banque de Luxembourg	Fundo SA (gest instit CH)	Fundo SA (gest instit CH)	Bqe de Lux
HSBC Microfinance -Global Fund compartment	SICAV (2002 Law, Pt II)	HSBC Securities Services Lux	HSBC	BlueOrchard	HSBC
Invest in Visions	SIF SCA		Invest in Visions (Ger)	I in V/Sauer Finance Holding	Bqe de Lux
La Fayette Investissement S.A.	SICAR	Dexia BIL	Horus Paris	Horus Paris	Dexia
responsAbility SICAV -MF Leaders compartment -Mikrofinanz-Fonds compartment	SICAV (2002 Law, Pt II, umb)	Credit Suisse Asset Mgt Fund Service Lux	responsAbility	responsAbility	Crédit Suisse
responsAbility Global MF Fund	FCP (2002 Law, Pt II)	Credit Suisse Asset Mgt Fund Service Lux	Crédit S Switz/respA.	responsAbility	Crédit Suisse
Rural Impulse Fund S.A.	SIF-SICAV		EIF (for EBRD, EIB, EMI)	Incofin	KBC
Saint-Honoré Microfinance - A compartment	SICAV (2002 Law, Pt II, umb, FoF)	Banque Privée Edmond de Rothschild Europe, Lux	E de Rothschild Paris	BlueOrchard	Rothschild Lux

\*\* Not an MIV; invests 38% in Dexia MC Fd



**PRESS RELEASE**

**8 May 2008**

**LuxFLAG grants new MIV labels**

**The Luxembourg Fund Labeling Agency (LuxFLAG), created in July 2006, has granted its microfinance label to two new applicants and has renewed the labels delivered in 2007 to three microfinance investment vehicles (MIVs).**

Since its creation in July 2006, LuxFLAG has granted its Label to five microfinance investment vehicles (MIVs).

The following three MIVs applied in early 2007 and their label has been renewed by LuxFLAG:

- Dexia Micro-Credit Fund
- European Fund for Southeast Europe (EFSE)
- responsAbility Global Microfinance Fund

Two new MIVs have been added to the list that now comprises five MIVs that may use the label delivered by LuxFLAG. The new labels have been granted to:

- Dual Return Fund – Vision Microfinance
- responsAbility SICAV(Lux) (with its two sub-funds, responsAbility Mikrofinanz-Fonds and responsAbility Microfinance Leaders Fund)

Details of the five funds, which are promoted by major European financial institutions, are available on LuxFLAG's website: [www.luxflag.org](http://www.luxflag.org). This site also contains details of eligibility criteria to obtain a label and a form that can be downloaded by entities wishing to apply for the Label.

The MIV market increased significantly in size during 2007 to reach USD 3.5 billion and is projected also to grow strongly this year. Over 93 microfinance investment vehicles exist, using widely varying legal structures (source: CGAP, February 2008).

Over half of the MIVs are domiciled in Luxembourg with a total microfinance portfolio of EUR 1.2 billion.

At 31 December 2007, MIVs with the LuxFLAG label hold assets under management of EUR 904 mio, whereof the microfinance portfolio amounts to EUR 651 mio.

LuxFLAG will be actively approaching MIVs over the months to come and encouraging fund managers to make contact with the Agency. Eligible MIVs may be domiciled in any jurisdiction that has supervision equivalent to that which is available in EU countries.



The purpose of the Label is to promote the raising of capital in microfinance by reassuring investors that the MIV really invests in microfinance. It is not a guarantee of performance nor does it constitute a recommendation to invest.

For further details contact:

Daniel Dax or Saskia Ventujol  
[daniel.dax@alfi.lu](mailto:daniel.dax@alfi.lu) / [saskia.ventujol@luxflag.org](mailto:saskia.ventujol@luxflag.org)

Tel : +352 22 30 26 – 1

### Editorial notes

---

The Luxembourg Fund Labeling Agency is an independent entity whose Charter Members represent the private sector, the NGO sector and the State of Luxembourg. The Charter Members are the:

- State of the Grand Duchy of Luxembourg
- European Investment Fund (EIF - member of the European Investment Bank Group)
- Luxembourg Bankers' Association (ABBL)
- Appui au Développement Autonome (ADA)
- Association of the Luxembourg Fund Industry (ALFI)
- Financial Technology Transfer Agency (ATTF)
- Luxembourg Stock Exchange

### Funds granted a LuxFLAG Label in Q2 2008

The **Dexia Micro-Credit Fund** is the oldest microfinance fund in Luxembourg, with a track record going back to 1998. It is promoted by Dexia Banque International in Luxembourg (BIL) with RBC-Dexia as custodian of the fund and Dexia Asset Management as manager of the fund for liquidities. The microfinance portfolio manager is Blue Orchard, a Geneva based investment manager specialising in microfinance.

The **European Fund for Southeast Europe**, known as EFSE, has been launched on 15<sup>th</sup> December 2005 and represents a public private partnership initiative led by KfW in Germany and is among the three largest microfinance investment vehicles in the world. The fund manager is Oppenheim Pramerica Asset Management in Luxembourg together with Bankakademie Frankfurt as investment adviser. Citigroup Luxembourg acts as fund administrator and custodian.

The **responsAbility Global Microfinance Fund** is promoted by the Credit Suisse Group, managed by the Credit Suisse Microfinance Fund Management Company, Luxembourg, and administrated by the Credit Suisse Asset Management Fund Service (Luxembourg) S.A. Credit Suisse (Luxembourg) SA is custodian of the fund. The fund invests mainly in debt and to a limited extent in equity. The investment advisor is responsAbility Social Investment Services AG, a Zürich based company, specialised in social investments in developing and transition countries. The fund started its operations on 25<sup>th</sup> November 2003.



The **Dual Return Fund– Vision Microfinance** is a Luxembourg part II SICAV launched on 25<sup>th</sup> April 2006, promoted by the German PEH Wertpapier AG, managed by the Absolute Portfolio Management GmbH, based in Vienna, and advised by Geneva based Symbiotics S.A. UBS Funds Services Luxembourg S.A. acts as fund administrator and UBS (Luxembourg) S.A. as custodian to the fund.

The **responsAbility SICAV** (Lux) is an umbrella structure and consists of the two subfunds responsAbility Mikrofinanz-Fonds and responsAbility Microfinance Leaders Fund. It is a self-managed investment company promoted by the Credit Suisse Group, administrated by the Credit Suisse Asset Management Fund Service (Luxembourg) S.A. and Credit Suisse (Luxembourg) S.A. is its custodian. The investment advisor is responsAbility Social Investment Services AG, Switzerland. The responsAbility SICAV is the most recent MIV registered on 15<sup>th</sup> November 2006 on the official list of investment funds.

### **The principle eligibility criteria**

In order to obtain the Luxflag Microfinance Label, the investment vehicle must meet a number of criteria, the principal of which are that it must:

- be subject to supervision by a national regulator;
- have a microfinance portfolio corresponding to at least 50% of total assets;
- have at least 25% of its microfinance portfolio invested in MFIs rated by a microfinance rating agency recognised by Luxflag.

The Luxflag Label is intended for MIVs which have a commercial objective; the Label is currently not granted to donor entities.



# Bibliographie

## **Documents clefs sur les véhicules d'investissements spécialisés en microfinance**

- « *The International Funding of Microfinance Institutions: An overview* » Hsu Ming-Yee (ADA) commissioned by LuxFLAG. [www.microfinance.lu/publications/fr](http://www.microfinance.lu/publications/fr)
- Les Midis de la microfinance « *L'investissement privé en microfinance* », Mars 2007 et « *Investir en microfinance pour optimiser son portefeuille* » Octobre 2007, ADA. [www.microfinance.lu](http://www.microfinance.lu)
- « *Place financière de Luxembourg : avantages, compétences et opportunités en matière de création et d'enregistrement de fonds d'investissement en microfinance* » J. Elvinger & M. Elvinger, pour la *Table Ronde de la Microfinance au Luxembourg*, par ATTF, Décembre 2005. [www.ehp.lu](http://www.ehp.lu)
- « *Microfinance Investment Funds. Key Features* », Goodman P. & ADA, 2005.
- « *Les instruments d'investissement en microfinance* », Note du CGAP, Avril 2007. [www.cgap.org](http://www.cgap.org)
- « *Foreign Capital Investment in Microfinance – Balancing Social and Financial Returns* », CGAP Focus Note n°44, February 2008. [www.cgap.org](http://www.cgap.org)

## **Sites Internet de référence**

ADA - Appui au Développement Autonome : [www.microfinance.lu](http://www.microfinance.lu)

Le portail de la microfinance : [www.microfinance.org](http://www.microfinance.org)

MicroCapital : [www.microcapital.org](http://www.microcapital.org)

Microfinance Information Exchange : [www.themix.org](http://www.themix.org)

Symbiotics : [www.symbiotics.lu](http://www.symbiotics.lu)

The Microfinance Gateway: [www.microfinancegateway.com](http://www.microfinancegateway.com)

## **Sites Internet de nos partenaires**

Arendt & Medernach: [www.arendt-medernach.com](http://www.arendt-medernach.com)

Banque de Luxembourg: [www.banquedeluxembourg.com](http://www.banquedeluxembourg.com)

Elvinger, Hoss & Prussen: [www.ehp.lu](http://www.ehp.lu)

KPMG: [www.kpmg.lu](http://www.kpmg.lu)

LuxFlag: [www.luxflag.org](http://www.luxflag.org)

Ministère des Affaires Etrangères – Direction de la Coopération: [www.mae.lu](http://www.mae.lu)







ESPACE INFORMATION  
[adainfo@microfinance.lu](mailto:adainfo@microfinance.lu)

*Située au siège d'ADA à Luxembourg, la **Maison de la microfinance** est pourvue d'une bibliothèque unique en Europe et d'un **Espace Information**.*

*Si vous avez des questions relatives à la microfinance, n'hésitez pas à faire appel à nos services.*

La Maison de la microfinance est ouverte  
du lundi au vendredi, de 9 heures à 18 heures.

Maison de la microfinance – Espace information  
c/o ADA 21 Allée Scheffer L-2520 Luxembourg  
Tél.: +352/45 68 68 45 ; Fax.: +352/45 68 68 68 Mail: [adainfo@microfinance.lu](mailto:adainfo@microfinance.lu)  
[www.microfinance.lu](http://www.microfinance.lu)