

Introduction en bourse de l'IMF Compartamos

BIM n° - 03 juillet 2007
Frédéric PONSOT

Les actionnaires de Banco Compartamos, une IMF mexicaine récemment constituée sous forme bancaire ont mis en vente 30 % du capital existant sur le New York Stock Exchange (80 %) et le Mexico Stock Exchange le 20 avril 2007.

Rappelons que Compartamos est considérée comme une référence et symbolise le succès de la microfinance commerciale avec plus de 600 000 clients en milieux urbain et rural.

En une journée, ces actions ont gagné plus de 20 % et la demande excédait 13 fois l'offre des titres mis en vente. Le montant de la transaction a atteint 450 millions de dollars US soit 12 fois la valeur de mise en vente.

Un tiers des recettes des ventes a profité à des investisseurs privés tandis que le reste a bénéficié aux autres actionnaires, agences de développement et ONG Compartamos. Les acquéreurs sont essentiellement des investisseurs privés.

Compartamos avait démarré ses opérations en 1990 sous forme d'ONG grâce à des fonds publics puis s'est transformée en établissement financier agréé à but lucratif en 2000 pour accéder aux ressources commerciales nécessaires au financement de sa croissance rapide. En 2006, Compartamos a obtenu l'agrément bancaire qui lui permet notamment de collecter l'épargne.

Si ce succès patent constitue de fait une reconnaissance des performances financières de Compartamos, et, à travers elle de la perception des opportunités que constitue la microfinance aux yeux d'investisseurs n'ayant pas une vision sociale ou n'étant pas spécialisés sur le secteur, elle pose un nouveau jalon dans la commercialisation de la microfinance et relance le débat sur la tension entre la finalité sociale et la rentabilité économique des IMF avec une acuité nouvelle. Pour atteindre un nombre élevé de femmes pauvres dans une échelle de temps réduite (son objectif), Compartamos a reporté sur ses clients les coûts de la croissance (maintien de taux d'intérêt élevés pour générer des perspectives de profits attractifs sur une longue période) et choisi de ne pas (ou peu) redistribuer ses bénéfices, de se financer auprès d'acteurs commerciaux et par l'émission d'obligations. Cette équation était, pour les actionnaires, le prix à payer pour fournir un accès à une clientèle future élargie et la base des conditions de pérennisation des services pour les clients actuels en instaurant un niveau de performance financière qui suscite l'attrait soutenu des investisseurs commerciaux

L'introduction en bourse d'une partie du capital de l'IMF et l'importance des plus values réalisées (et escomptées à l'avenir par les nouveaux acquéreurs) modifie cette équation et

soulève des questions relatives aux aspects éthiques (objectif de développement / objectif commercial), à l'éventuelle utilisation des fonds publics à des fins lucratives pour des investisseurs privés, et à la capacité de Compartamos à faire bénéficier ses clients de conditions plus favorables à l'avenir. Cette capacité reste liée à la mobilisation de l'épargne à moindre coût et à un mode de gouvernance qui ne recherche pas la maximisation des profits mais se satisferait d'un niveau de rentabilité plus modéré (par exemple aligné sur celui du secteur bancaire). Enfin, côté client, on peut s'interroger sur la durabilité à terme de tels taux en termes de fidélisation de la clientèle et d'impact social.

Il est important de resituer cet événement dans le contexte historique de Compartamos et au sein du secteur de la microfinance (et bancaire) mexicain pour dégager ce qui relève des spécificités propres à Compartamos (à rattacher à sa vision, sa stratégie de croissance extensive et son mode de gouvernance) des éléments ayant une portée plus générale pour alimenter la réflexion sur l'évolution de la microfinance et tout particulièrement la question du mode de gouvernance dans le cadre du financement de la microfinance par le marché financier.

Pour ce faire et susciter encore plus avant les débats sur EspaceFinance, nous vous proposons ci-après une synthèse d'une note du CGAP rédigée par Richard Rosenberg intitulée : « Réflexions du CGAP suite à l'introduction en bourse de Compartamos : Une étude de cas sur les taux d'intérêt et les profits en microfinance ».

Cette note est disponible en anglais sur le site du CGAP à l'adresse suivante : <http://microfinancegateway.org/content/article/detail/41181>

D'autres informations sur l'introduction de Compartamos en bourse sont disponibles sur le site d'Accion : <http://www.accion.org>

Le profil de Compartamos sur le site du MIX :

<http://www.mixmarket.org/en/demand/demand.show.profile.asp?ett=237&>

Cette note est centrée sur trois questions majeures soulevées par l'événement Compartamos :

- Les fonds publics versés sous forme de dons dans les premières années de Compartamos ont-ils servi à enrichir des actionnaires privés ?
- Les profits exceptionnels, et les taux d'intérêt élevés sur lesquels ils reposent, sont-ils justifiables eu égard à l'objectif social de l'institution et des objectifs de développement de ses principaux actionnaires ?
- Dans quelle mesure l'introduction en bourse altère-t-elle la gouvernance de Compartamos et sa capacité à balancer ses objectifs sociaux et commerciaux, notamment quand des choix doivent être faits entre la satisfaction des actionnaires et celles des clients ?

Historique de Compartamos

≈ 1990 – 2000 : ONG, 60 000 clients

Compartamos, créé en 1990 en tant qu'ONG appuyée par ACCION et financés sous forme de dons et de prêts à condition douce pour un total de 4,3 millions USD par diverses agences de développement (notamment par l'USAID et le CGAP) et des investisseurs privés mexicains délivre des services de crédit en milieu rural, essentiellement à des femmes.

☞ **2000 – 2006 : Etablissement financier, 600 000 clients**

Pour financer sa croissance en accédant aux fonds commerciaux l'ONG s'est transformée en 2000 en établissement financier agréé sous forme de société anonyme à vocation lucrative. ACCION bénéficie d'un don de 2 millions USD pour fournir une assistance technique et un investissement financier en direction de l'établissement financier (200 000 USD seront affectés à de l'AT, 800 000 USD en don pour capitaliser l'EF et 1 000 000 USD prêtés sous forme de dette subordonnée). Compartamos lèvera 45 millions USD en prêts auprès de bailleurs et investisseurs éthiques. En 2002, Compartamos émet 70 millions de dollars en obligations avec une garantie de la SFI à un taux de 2,5 %. Enfin, l'institution a levé 65 millions USD auprès des banques mexicaines.

☞ **2006 : Compartamos devient une Banque agréée et peut collecter l'épargne**

Compartamos obtient une licence bancaire lui permettant de collecter l'épargne et de proposer l'ensemble des services financiers qu'une banque peut offrir.

☞ **En avril 2007, le tour de table de la banque s'établit comme suit :**

- Compartamos ONG : 39,2 % (pour l'essentiel, don CGAP et ACCION/USAID)
- ACCION Gateway Fund : 18,1 %
- SFI : 10,6 %
- Cadres direction Compartamos : 23,7 %
- Investisseurs mexicains : 8,5 %

Au moment de la création de l'établissement financier en 2000, le capital initialement mobilisé par ces investisseurs s'élevait à 6 millions USD. En 2006, il représente 126 millions USD. Le rendement moyen des fonds propres s'est établi à 53 % depuis 2000 notamment du fait d'un TEG s'établissant à 100 % l'an. 80 % des résultats ont été capitalisés ce qui a permis une telle augmentation de la valeur faciale du capital.

Les fonds publics versés sous forme de dons dans les premières années de Compartamos ont-ils servi à enrichir des actionnaires privés ?

La note précise que les 5/8 des plus values seront réinvesties vers des actions de développement via l'activité des agences de développement international (en incluant la SFI), des opérations d'appui à la microfinance menées par ACCION et celles de l'ONG Compartamos dédiés pour l'essentiel à des services de santé et de nutrition pour les exclus.

Evidemment, les dons initiaux ont été transférés au capital de l'établissement financier puis de la banque (en devenant la propriété de l'ONG Compartamos) mais ce, bien avant que toute plus value latente puisse être envisagée ou que l'institution ne constitue une société attractive pour des investisseurs à visée strictement commerciale (raison pour laquelle les premiers investisseurs privés avaient une orientation sociale pour la plupart).

Au total, les 6,3 millions USD de dons initiaux ont eu un effet de levier certain permettant de lever plus de 130 millions USD et permettre finalement à Compartamos de mobiliser l'épargne.

Si l'on ramène le montant cumulé des dons au nombre actuels d'emprunteurs actifs, le rapport est de 10 USD par emprunteur.

Les profits exceptionnels, et les taux d'intérêt élevés sur lesquels ils reposent, sont-ils justifiables eu égard à l'objectif social de l'institution et des objectifs de développement de ses principaux actionnaires ?

L'auteur considère que l'existence de profits n'est pas discutable en soit dans la mesure où toutes les parties prenantes partageaient la même vision quant à la nécessité de financer une croissance forte en captant l'épargne quitte à migrer pour ce faire vers une entité lucrative et avaient la même projection d'un marché de la microfinance au Mexique constituée de nombreuses IMF commerciales dont le financement ne reposerait pas sur des fonds publics, rares par essence. En résumé, la rémunération des actionnaires est partie intégrante de l'option commerciale retenue par Compartamos qui a permis d'atteindre 600 000 clients.

Par contre, le volume des profits réalisés pose question et il convient de s'interroger sur leur origine (sont-ils extraits des poches des pauvres ?) et de leur affectation (vont-ils dans les poches des investisseurs privés ou servent-ils la croissance ?).

Les sources des profits proviennent :

- De l'attractivité des actions Compartamos dans le contexte financier mexicain et les stratégies de diversification des risques des investisseurs nord américains,
- De l'agrément bancaire laissant escompter des revenus futurs liés à la mobilisation de l'épargne,

(Ces deux premiers aspects n'entrent pas en conflit avec les intérêts des clients),

- De la démonstration par le passé que l'institution était capable de générer d'importants retours sur investissement en chargeant des taux d'intérêt au-delà de la couverture des coûts en entrant directement en conflit avec les intérêts des clients.

Aussi, le point clé est d'appréhender la relation entre le niveau des profits et celui des taux d'intérêt.

A quels niveaux sont les taux d'intérêt et pourquoi ?

Selon les données ajustées du MicroBanking Bulletin, le taux d'intérêt (calculé comme le rapport entre les produits financiers et l'encours moyen de crédit) s'établit en 2005 à 86,3 %, hors taxe. En ajoutant la TVA sur les opérations bancaires de 15 %, le taux de sortie pour les clients est de 100 % par an et même davantage les années antérieures.

En comparant les niveaux des taux d'intérêt de par le monde à partir des groupes de pairs du MBB et ceux de Compartamos pour des institutions effectuant des prêts moyens de faible montant rapporté au PIB/habitant (ce qui mérite au Mexique une certaine réserve compte tenu de la considérable disparité des revenus) il ressort que les taux de Compartamos sont largement plus élevés, quasiment le double.

La comparaison aux taux pratiqués par les concurrents mexicains que ce soit des IMF, des banques (découvert sur carte de crédit) et des établissements crédit à la consommation font apparaître que le niveau des taux est élevé au Mexique de façon générale.

L'examen des composantes de coûts du taux d'intérêt est plus édifiante et fait ressortir les aspects suivants (NB : le taux d'intérêt s'élève à 88 % et inclut les amortissements ainsi que les taxes directes 11,32 %) :

- Les charges opérationnelles pèsent le plus dans la composition du taux d'intérêt et représentent 36,4 % non pas que Compartamos soit inefficace (elle fait même mieux que ses pairs si l'on considère le ratio des charges opérationnelles par emprunteurs) mais du fait de la faible taille et du grand nombre de prêts octroyés.
- Le coût des ressources n'est pas négligeable et s'élève à 13,6 %.
- Le niveau des profits s'élèvent à 23 % ce qui s'avère considérable d'autant plus si l'on compare la rentabilité de Compartamos avec celle du secteur bancaire (rendement des fonds propres de Compartamos de 56,2 % c/ 15,1 % pour les banques) et encore plus avec celle d'autres IMF. La rentabilité de Compartamos est proche voire supérieure à celle des établissements de crédits à la consommation.

Malgré tout, les coûts spécifiques à la mise en œuvre de services de microfinance restent le déterminant majeur du niveau des taux d'intérêt : même avec un niveau de rentabilité identique au secteur bancaire le taux d'intérêt s'établirait à 68 %.

Les hauts niveaux de profits réalisés sur les prêts de Compartamos sont-ils cohérents avec les intérêts des emprunteurs actuels et futurs ?

Lors de la crise de dévaluation et d'inflation en 1995, Compartamos a porté son TEG au-delà des 100 % pour assurer la couverture des coûts. Malgré la stabilisation, elle a maintenu ces niveaux de taux profitant de son quasi-monopole et ce, pour financer son expansion par ses reports à nouveau. Pendant cette période, l'accès à des prêts commerciaux comme à des subventions supplémentaires n'auraient pas été possibles. La stratégie de l'ONG de maintenir des taux d'intérêt élevés pour financer la croissance par capitalisation des bénéfices semblait pertinente en ce sens qu'elle permettait d'atteindre plus de pauvres et que les gains restaient entre ses mains.

A partir de 2000, l'orientation commerciale de la stratégie de Compartamos a permis de doubler le rythme de croissance (de 24 à 46 % par an) mais a fondamentalement changé l'équation. Si la distribution de dividendes est restée largement mesurée (moins de 25 % des bénéfices en 2006), l'introduction en bourse de Compartamos fait apparaître l'opportunité de plus value latentes qui ne seraient appropriées que par les propriétaires et du coup, un conflit latent entre ces derniers et les clients de l'institution qui en supportent la charge.

Le choix de la croissance s'inscrit dans une perspective de développement qui satisfait les clients actuels (condition de pérennisation) et futurs (accès à des services rapidement). Par contre le mode de financement de cette croissance retenu par Compartamos (par la genèse de bénéfices importants et leur capitalisation) peut être discuté.

En effet, les années 2000 ont pourtant vu l'émergence d'institutions financières internationales et de fonds d'investissement en microfinance dont l'offre de financement dépasse largement la capacité d'absorption des quelques IMF majeurs comme Compartamos remplissant leurs critères.

En s'endettant auprès de ces investisseurs Compartamos aurait augmenté son ratio dettes/fonds propres et peut être érodés la qualité de ses ratings (augmentation des risques portés) et majorer ses charges financières. Pourtant c'eut été une opportunité de diminuer son taux d'intérêt auprès des clients (en desserrant la contrainte de marge de profit).

Des investissements en fonds propres auraient permis de maintenir le ratio dettes/fonds propres mais auraient dilué le pouvoir des actionnaires et certainement la plus value de la mise en

vente d'une partie de leurs actions. La préférence des actionnaires de Compartamos pour des investisseurs commerciaux repose sur l'image qu'ils apportent à l'institution et sur leur faible influence (dissémination des actions entre un grand nombre d'investisseurs) au niveau de la gouvernance de l'institution.

Finalement, à ce stade de commercialisation on peut se demander ce qui différencie Compartamos d'une institution recherchant la maximisation des profits plutôt que l'intérêt de ses clients.

Avec une telle approche, Compartamos a certes convaincu les marchés financiers mais elle donne la part belle aux détracteurs de la microfinance (responsables politiques, activistes sociaux, journalistes, grand public) qui méconnaissent les coûts de la microfinance (ou en font un enjeu politique) et la considère comme un instrument d'exploitation des pauvres.

La concurrence va-t-elle faire diminuer les taux de Compartamos ?

Compartamos a toujours fait face à un certain niveau de concurrence par des acteurs informels ou formels proposant des produits avec des caractéristiques différentes. De plus en plus, des concurrents directs se font jour tels que Pronegocio ou Finsol particulièrement agressifs et rentables avec des méthodologies similaires voire une stratégie de débauchage tant des salariés que des clients de Compartamos. Toutefois, la concurrence n'est pas encore à un stade qui permette d'envisager la baisse des taux à court terme.

Dans quelle mesure l'introduction en bourse altère-t-elle la gouvernance de Compartamos et sa capacité à balancer ses objectifs sociaux et commerciaux, notamment quand des choix doivent être faits entre la satisfaction des actionnaires ou celles des clients ?

Les actionnaires fondateurs orientés développement ne sont plus désormais majoritaires même s'ils conservent une capacité (déclinante) d'inflexion de la majorité d'investisseurs commerciaux qui eux s'attendent à des retours sur investissement en proportion à l'évolution des prix d'achat de leurs actions.

Néanmoins, force est de reconnaître que la tension entre objectifs commercial et social est antérieure à cette mise en vente et remonte à la transformation de Compartamos en 2000.

Le message de fond que véhicule la stratégie de commercialisation de Compartamos est que l'ensemble des parties prenantes à ce type de transformation doivent être plus au clair et plus réalistes sur les options et les enjeux de gouvernance qui y sont rattachés même si les précédents sont encore trop peu nombreux pour dégager de l'observation des principes opérationnels tangibles.