



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 au Luxembourg » par l'ATTF
(Agence de Transfert de Technologie Financière, Luxembourg)

Auteurs : Jacques ELVINGER et Marc ELVINGER, Avocats, Elvinger Hoss et Prussen, Luxembourg
Luxembourg - Décembre 2005



La présente étude doit beaucoup à une série de contacts que nous avons pu nouer avec des professionnels actifs, à un titre ou un autre, dans le secteur de la microfinance et des Fonds d'investissement en microfinance : initiateurs et responsables de tels fonds ; gestionnaires/conseillers en investissement ; représentants d'établissements de crédit prestant des services aux fonds ; consultants. Tous ne souhaiteraient sans doute pas être désignés ici et nous faisons dès lors choix de n'en nommer aucun. Nous tenons par contre à leur exprimer, à tous, nos plus vifs remerciements.

Cette étude a été réalisée à la demande de l'ATTF par M. Jacques Elvinger et M. Marc Elvinger, consultants, dans le cadre de la « Table Ronde de la Microfinance au Luxembourg », avec le support du Ministère des Finances Luxembourg.

ADA (Appui au Développement Autonome) et ALFI (Association Luxembourgeoise des Fonds d'Investissement) ont contribué à cette étude en tant que conseillers.

Ce document peut être téléchargé aux adresses suivantes : www.microfinance2005.lu ou sur www.attf.lu. Vos commentaires peuvent être envoyés à l'ATTF (contact@attf.lu).

Table Ronde de la Microfinance au Luxembourg

E-mail : info@microfinance2005.lu

Copyright © 2005 ATTF – Agence de Transfert de Technologie Financière, Luxembourg

De courts extraits de cette publication pourront être utilisés sans autorisation, à condition que la source soit mentionnée. Pour tout droit de reproduction ou de traduction, veuillez prendre contact avec l'ATTF (contact@attf.lu).

CONTEXTE ET OBJECTIFS

Cette étude, financée par le Ministère des Finances du Luxembourg, a été réalisée dans le cadre des travaux de la « Table Ronde de la Microfinance au Luxembourg » mise en place dans le cadre de l'année 2005 des Nations-Unies dédiée au Microcrédit.

Cette recherche a été menée conjointement à une autre étude visant à proposer la création d'un label qualité pour les fonds d'investissement en microfinance. L'objectif commun de ces deux études est de positionner le Luxembourg en tant que centre de référence en matière de domiciliation des fonds d'investissement en microfinance, compte tenu du potentiel de développement de la microfinance dans le futur.

Sur cette base, l'objectif de l'étude est triple. Il s'agit de répondre aux trois questions suivantes :

- Quelles sont les principales raisons de l'enregistrement, ou non, des fonds d'investissement en microfinance à Luxembourg ?
- Quels sont les avantages et les compétences qu'offre la Place Financière luxembourgeoise en la matière ?
- Quelles initiatives seraient à prendre par les acteurs publics et privés pour stimuler le développement de la Place Financière de Luxembourg dans ce domaine ?

Cette étude a été présentée lors de la « Semaine Microfinance Luxembourg : Marché des capitaux – Dialogue européen – Finance rurale », qui s'est tenue du 17 au 19 octobre 2005 à Luxembourg.

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

RÉSUMÉ

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.

Place Financière de Luxembourg:

Avantages, compétences et opportunités en matière de création et d'enregistrement de 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.

TABLE DES MATIÈRES

1. La microfinance en bref	7
1.1. Aspects de substance	7
1.2. Aspects institutionnels	7
1.3. Les limites de la microfinance	8
2. Objectifs de l'étude	8
3. Le contexte : un secteur à forte potentialité de développement dans le moyen terme	9
4. Une dichotomie qui tend à s'estomper sans pour autant disparaître : structures à finalité de développement et structures à finalité commerciale	11
4.1. Trois types – trois générations – de Fonds d'investissement en microfinance	11
4.2. Des exigences communes de viabilité et de qualité	12
5. Sous l'angle des opportunités pour la place, les Fonds d'investissement en microfinance ne doivent pas être considérés à l'état isolé	12
5.1. Fonds d'investissement en microfinance et Fonds d'investissement socialement responsables	13
5.2. La microfinance génère d'autres opportunités pour la place : l'exemple de la titrisation	13
6. Les besoins en bref : un grand besoin de flexibilité dans un environnement sécurisé d'un point de vue légal et prudentiel et favorable d'un point de vue fiscal	14
6.1. Une grande exigence de flexibilité, notamment au niveau de la politique d'investissement	14
6.2. La recherche d'un environnement sécurisé sous l'angle légal et prudentiel	15
6.3. Un environnement fiscal favorable	16
7. Les atouts des instruments qu'offre le Luxembourg (aspects légaux, prudentiels et fiscaux)	16
7.1. Vue d'ensemble	16
7.1.1. Types de véhicules d'investissement	17
7.1.2. Formes légales	18
7.1.3. Supervision prudentielle	20
7.1.4. Aspects fiscaux	21
7.1.5. Aspects spécifiques	21
7.2. Appréciation : le Luxembourg dispose d'ores et déjà des outils légaux lui permettant de se positionner résolument sur le secteur des Fonds d'investissement en microfinance	22
7.2.1. OPC partie II	22
7.2.2. SICAR	22
8. Contraintes au niveau de la distribution de Fonds d'investissement en microfinance	23
9. L'aptitude des prestataires de services luxembourgeois à répondre aux besoins des Fonds d'investissement en microfinance	24
9.1. Les compétences requises sont disponibles sur la place	24
9.2. Au prix d'une approche volontariste, les prestataires devraient pouvoir offrir leurs services à des conditions économiquement acceptables	24
10. Il apparaît que le Luxembourg est d'ores et déjà bien positionné sur le marché naissant des Fonds d'investissement en microfinance	26
10.1. Le constat	26
10.2. Les motifs d'implantation au Luxembourg	27
10.3. Les facteurs potentiellement dissuasifs	27
10.4. Absence d'obstacles dirimants à une implantation au Luxembourg	28

11. Quelles améliorations possibles?	28
11.1. Constat d'ensemble	28
11.2. Abolition de la taxe d'abonnement pour les Fonds de microfinance	28
11.3. Système d'incitation fiscale aux épargnants/investisseurs	29
11.4. Etoffer le réseau des conventions contre la double-imposition	29
11.5. Création d'un label pour les Fonds d'investissement en microfinance	30
11.6. Les compétences disponibles doivent se faire reconnaître – la visibilité du secteur doit être promue	30
12. Conclusion	31

1. LA MICROFINANCE EN BREF

1.1. Aspects de substance

Il n'est évidemment pas possible de traiter, dans le cadre de la présente étude, de manière détaillée de ce qu'est la microfinance. De manière fortement résumée, on retiendra que la microfinance procède d'un double constat :

- la majorité de la population mondiale, et en particulier les personnes les plus pauvres, sont exclues de tout accès aux services financiers ;
- en favorisant l'accès de ces personnes à de tels services – et notamment à des crédits de faible envergure – on les met en mesure de démarrer ou d'amplifier une activité économique – le plus souvent dans le secteur dit informel – leur permettant d'améliorer, de manière significative, leur niveau de vie et, de fil en aiguille, leur situation sociale et sanitaire ainsi que le niveau d'éducation de leurs enfants.

En même temps que la microfinance permet à ceux qui en bénéficient d'améliorer leurs conditions de vie, elle les met en mesure de se sortir d'une situation d'assistés et de devenir des acteurs économiques à part entière. De la sorte la microfinance contribue fortement à rendre leur dignité de personnes autonomes à des populations antérieurement marginalisées. Les principales bénéficiaires de microcrédits sont actuellement les femmes et le microcrédit s'est ainsi avéré constituer un puissant outil de leur émancipation dans des contextes souvent fortement marquées par l'inégalité hommes-femmes.

Alors qu'en l'état actuel le volume des microcrédits accordés a pu être chiffré à quelque 15 milliards de dollars, le besoin en microcrédits a été évalué à 100 milliards de dollars ². Certains avancent même des chiffres sensiblement plus élevés.

Alors que le microcrédit a vocation à servir aussi bien les secteurs des services, de la production et de l'agriculture, on constate que cette dernière reste actuellement le parent pauvre du microcrédit, ceci alors que la grande majorité de la population mondiale pauvre vit à base de l'agriculture. Celle-ci offre donc à la microfinance un potentiel de développement considérable ³.

Initialement centrée sur le crédit, la microfinance est de nature à embrasser, et embrasse de plus en plus, d'autres services financiers, tels que l'épargne, les transferts et l'assurance.

1.2. Aspects institutionnels

A première vue, la microfinance et les Fonds d'investissement paraissent à des années lumière l'une des autres. De fait, entre les deux se situe un maillon essentiel, celui qu'il est convenu d'appeler les « institutions de microfinance » (IMFs). Ce sont ces institutions qui, sur le terrain, accordent les crédits et, le cas échéant, prestent d'autres services à leurs clients, micro-entrepreneurs.

Alors qu'initialement les IMFs étaient majoritairement des structures de type associatif, à caractère non commercial, elles sont de plus en plus nombreuses à fonctionner suivant des critères de rentabilité économique et à emprunter des véhicules juridiques reflétant cette évolution. Celle-ci n'implique pas, en elle-même, un éloignement des objectifs originaires, à savoir la lutte contre la pauvreté et la promotion de l'émancipation économique et sociale. Il va de soi, néanmoins, que la fidélité à ces objectifs doit être vérifiée et confortée en permanence.

C'est l'évolution des IMFs vers plus de professionnalisme et de commercialité, ensemble avec leur besoin d'attirer des moyens financiers supplémentaires pour pouvoir faire face à l'expansion souvent rapide de leur activité, qui fait entrer en scène des Fonds d'investissement dont l'objet est d'apporter des moyens financiers supplémentaires aux IMFs. Ces besoins financiers sont considérables.

² Etude Brugger Duggal, « Micro Finance Investment Funds : Looking ahead », KfW Symposium November 2004.

³ Encore que, pour une variété de raisons (dispersion géographique des bénéficiaires ; marges moindres que dans le commerce en particulier ; besoin d'échéances moins rapprochées et cash flow périodique seulement ...) le microcrédit à destination des populations et activités agricoles est plus difficile à « rentabiliser » que le microcrédit à destination des activités de commerce en particulier.

Dans sa présentation lors de la récente conférence internationale de Paris intitulée « *Broadening the access to microfinance : challenges and actors* », Madame Maria Novak constatait que « *The current portfolio of MFI's the world over is estimated at 15 billion dollars and the growth of microfinance at 15 to 30% a year, creating a demand for credit resources of about 2,5 to 5 billion dollars and 300 to 400 million dollars in additional equity capital a year* » .

Alors qu'une partie de ces ressources parviendra, et devra parvenir, de sources locales – et notamment de l'épargne que de plus en plus de IMF's s'attachent à collecter – une autre partie a vocation à provenir de l'étranger. Et c'est à ce niveau que les Fonds d'investissement en microfinance ont un rôle important à jouer.

1.3. Les limites de la microfinance

L'euphorie que la microfinance a suscitée et ses mérites incontestables ne doivent pas pour autant faire penser qu'elle serait une panacée qui, à elle seule, viendrait à bout de la pauvreté et du sous-développement. En particulier, la microfinance n'entame en rien la nécessité d'investir dans l'éducation, la santé et l'infrastructure des pays en voie de développement. Pas plus ne dispense-t-elle pas les gouvernements locaux des exigences fondamentales de la bonne gouvernance, ni ne résout-elle, en tant que telle, la problématique de l'inégalité des termes de l'échange dans le commerce nord-sud. C'est dire qu'alors que les responsables politiques sont appelés à favoriser, par les moyens à leur disposition, les mécanismes de la microfinance, ils ne sauraient, par contre, se décharger sur celle-ci de leurs propres responsabilités.

Rappeler que la microfinance ne viendra pas, à elle seule, à bout des problèmes de la pauvreté et de l'exclusion sociale, ne revient pas du tout à en minimiser les mérites. Ceux-ci paraissent énormes et ils commandent de renforcer les mécanismes de la microfinance. Les Fonds d'investissement en microfinance ont, dans ce contexte, un rôle majeur à jouer.

2. OBJECTIFS DE L'ÉTUDE

L'objectif assigné par l'ATTF à la présente étude était d'examiner les questions suivantes :

- Quelles sont les principales raisons pour lesquelles certains Fonds d'investissement en microfinance existants sont ou ne sont pas enregistrés à Luxembourg?
- Que peut offrir la place financière de Luxembourg à un organisme qui souhaiterait y constituer un Fonds d'investissement en microfinance? De quels avantages et compétences peut se prévaloir à l'heure actuelle le Luxembourg en la matière?
- Quelles seraient les orientations à prendre, tant publiques que privées, dans l'hypothèse de vouloir positionner la place en matière de Fonds d'investissement en microfinance?

Il nous a cependant également paru nécessaire de mesurer le potentiel que recèle ce secteur qui ne fait qu'émerger et de mettre en avant les opportunités qu'il offre à l'industrie des Fonds d'investissement en particulier et à la place financière luxembourgeoise en général.

3. LE CONTEXTE : UN SECTEUR À FORTE POTENTIALITÉ DE DÉVELOPPEMENT DANS LE MOYEN TERME

3.1. Même s'il faut se garder de voir dans la microfinance en général et le microcrédit en particulier une panacée qui permettrait de répondre à elle seule au problème de la pauvreté, tout particulièrement dans les pays dits en voie de développement ⁴, les vertus du microcrédit comme instrument de développement et d'émancipation sociale et économique sont pour ainsi dire incontestées. C'est d'ailleurs pour cette raison que les Nations Unies ont déclaré l'année 2005 comme « année du microcrédit » .

3.2. Les observateurs du secteur s'accordent pour prédire un développement important, à l'avenir, du secteur de la microfinance.

D'un côté, le besoin pour des microcrédits est unanimement considéré comme très important en volume ⁵.

D'un autre côté, de plus en plus d'institutions de microfinance (IMFs) s'avèrent capables de mettre en œuvre leur activité d'octroi de microcrédits de manière économiquement soutenable, voire profitable. Par la même occasion, ces IMFs acquièrent progressivement la capacité de s'adresser au marché pour se procurer les capitaux dont elles ont besoin pour alimenter l'expansion de leurs activités.

3.3. L'émergence et la consolidation de IMFs atteignant un degré de maturité suffisant, constitue un préalable au développement de Fonds d'investissement en microfinance puisque c'est dans des IMFs désireuses et capables de se procurer des fonds sur le marché des capitaux que ces Fonds sont appelés à investir.

En la matière, une interaction existe cependant : des fonds à orientation moins nettement commerciale se destinent précisément à offrir à des IMFs des moyens financiers et un accompagnement devant leur permettre d'atteindre le degré de maturité requis pour pouvoir, par la suite, s'adresser au marché des capitaux proprement dit et, par conséquent, également à des Fonds à orientation plus commerciale. ⁶

3.4. Compte tenu de ce qui précède, il est dans la nature des choses que tandis que les secteurs du microcrédit et des IMFs aient déjà connu un fort développement, celui des Fonds d'investissement en microfinance reste, en proportion, relativement plus modeste à l'heure qu'il est. C'est surtout le cas si l'on porte son attention sur les structures à finalité commerciale, c'est-à-dire des structures qui visent à générer – en plus d'une plus-value sociale et en termes de développement durable – un rendement financier adéquat pour leurs investisseurs. ⁷

Le segment apparaît encore plus étroit – en l'état actuel du marché – si l'on se focalise sur les structures « ouvertes » au public et s'adressant par conséquent à un public investisseur large, de particuliers notamment ⁸.

⁴ Cf ci-avant sub 1.3.

⁵ Cf ci-avant sub 1.1.

⁶ Dans son étude « Microfinance Investment Funds », réalisée pour l'association luxembourgeoise ADA et la banque allemande de développement KfW et publiée en février 2005, Patrick Goodman classe les Fonds d'investissement en microfinance en trois catégories en fonction de leurs objectifs, en distinguant entre les « Commercial Microfinance Investment Funds », les « Commercially-oriented Microfinance Investment Funds » et les « Microfinance Development Funds » (étude, page 20). On reviendra ci-après sub 4 à cette catégorisation.

⁷ Dans son étude, Goodman répertoriait 43 Fonds existants ou en voie de constitution, en y incluant quelque 20 structures à caractère non commercial qu'il répertorie parmi les « Microfinance Development Funds » et revêtant généralement la forme d'une fondation, d'une association sans but lucratif ou encore d'une société coopérative.

⁸ Dans son étude, Goodman identifie une petite dizaine de structures ouvertes à l'investissement de particuliers (ce qui ne signifie pas nécessairement qu'elles puissent toutes être distribuées « publiquement », au sens juridique du terme).

Même si cette donnée changera sans doute à moyen terme, au fur et à mesure de la maturation d'un plus grand nombre de IMFs, il apparaît par ailleurs que l'identification d'opportunités d'investissement par des Fonds d'investissement en microfinance requiert souvent du temps. Le démarrage d'un Fonds dans le secteur comportera donc souvent une période pendant laquelle le Fonds reste, en réalité, peu investi.

3.5. On constate qu'en l'état actuel, bon nombre de Fonds d'investissement en microfinance doivent se satisfaire d'une taille relativement faible, souvent inférieure à la taille généralement considérée comme commercialement critique, située entre 20 à 30 millions d'EUR ⁹. Il en résulte, comme pour tout Fonds de taille modique, des besoins et, le cas échéant, des problèmes spécifiques en termes de structure de coûts.

3.6. Il résulte de l'ensemble des éléments contextuels ci-avant que le secteur des Fonds d'investissement en microfinance présente un fort potentiel de développement, même si celui-ci n'éclora pleinement que dans le moyen terme, plutôt que dans le court terme.

Il y a un intérêt certain pour le Luxembourg de se positionner sur un segment de marché en développement même si, dans un premier temps, les retombées pour la place devraient rester modiques. Ceci est également en accord avec la volonté affichée par la place de n'être pas seulement un lien d'implantation pour des OPCVM mais également pour des produits alternatifs.

Une implication active dans le secteur aura par ailleurs un impact positif en termes d'image pour la place en manifestant sa sensibilité par rapport à des enjeux essentiels du développement durable. Sous ce rapport, force est de constater que de plus en plus, une partie de la clientèle des banques manifeste son souci de se voir offrir des placements répondant aux exigences de la responsabilité sociale. Etre en mesure de répondre à cette attente – sinon même d'aller au devant de celle-ci – constitue d'ores et déjà – et constituera de plus en plus à l'avenir – un atout pour les professionnels du secteur financier soucieux de répondre à toute la panoplie des attentes de leur clientèle.

⁹ Ceci sans préjudice au fait que des Fonds à profil commercial ont connu, ces derniers temps, une très forte croissance à l'issue de laquelle ils dépassent sensiblement ces volumes. Aussi, en particulier, le Dexia Microcredit Debt Fund est-il en voie d'atteindre un volume de 80 millions d'Euros et le responsAbility Global Micro Finance Fund obtient-il un volume de quelques 40 millions d'Euros.

4. UNE DICHOTOMIE QUI TEND À S'ESTOMPER SANS POUR AUTANT DISPARAÎTRE : STRUCTURES À FINALITÉ DE DÉVELOPPEMENT ET STRUCTURES À FINALITÉ COMMERCIALE

4.1. Trois types – trois générations – de Fonds d'investissement en microfinance

Dans son étude « Microfinance Investment Funds », Goodman souligne qu'à l'instar de ce qui a été le cas pour les IMFs elles-mêmes, « *the first financial structures put in place in order to extend loans to MFI's were established by private donors and development agencies, again with a development objective in mind* » (p.8). Ce type de structure est rangé par Goodman dans la catégorie des « *Microfinance Development Funds* », et parmi la quarantaine de « fonds » qu'il identifiait en 2004, la moitié relevait encore de cette catégorie qui revêt souvent – mais pas toujours – une forme juridique de fondation, d'association sans but lucratif ou de société coopérative.

Dans un deuxième temps, on a vu la naissance de structures qui, tout en étant dues à l'initiative d'institutions de développement (banques et agences publiques de développement, fondations privées, ONG...), avaient parmi leurs objectifs affichés celui d'assurer un certain retour sur investissement à leurs bailleurs de fonds. L'étude de Goodman range ces Fonds dans la catégorie intermédiaire des « *Commercially oriented Investment Funds* ». Afin justement de pouvoir faire bénéficier leurs bailleurs de fonds d'une rémunération de leur investissement, ces structures sont conduites à recourir à des véhicules à caractère commercial du type de ceux dont usent plus généralement des Fonds d'investissement, fussent-ils fermés.

La troisième « génération » de Fonds identifiée par Goodman – et la plus apparentée aux Fonds dont le Luxembourg s'est fait la spécialité – a été inaugurée par le lancement, en 1998, du Dexia Micro-Credit Fund. Plutôt que d'acteurs issus du « monde du développement », l'initiative de tels Fonds viendra d'acteurs issus du « monde financier » (banques ; gestionnaires...) désireux de permettre à leur clientèle-investisseur de s'associer à un projet mobilisant non seulement en raison des perspectives de rémunération qu'il offre mais également en raison de la plus-value attendue en termes d'utilité sociale. Pour satisfaire à leurs objectifs de distribution auprès des investisseurs, de tels Fonds – qu'on rangera dans la catégorie des « *Commercial Investment Funds* » – sont amenés à recourir à des véhicules leur permettant de s'adresser à un public investisseur plus large.

4.2. Des exigences communes de viabilité et de qualité

Si les différences entre ces différentes catégories de « fonds » sont réelles (au point que sauf exception ceux de la première génération n'auront guère de raisons de trouver chemin de la place financière de Luxembourg), la dichotomie sous l'angle des objectifs qu'ils poursuivent ne doit pas pour autant être exagérée :

- Professionnalisation du secteur aidant, l'idée semble s'être définitivement imposée que pour que la microfinance puisse se développer au point d'avoir un impact significatif en termes de développement et de lutte contre la pauvreté, elle doit être abordée pour ce qu'elle est, à savoir une activité économique qui ne saurait faire abstraction de l'impératif de rentabilité à tous les niveaux (activités financées au moyen de microcrédits ; IMFs ; structures de financement de IMFs).
- D'un autre côté, les Fonds d'investissement en microfinance (à l'instar des IMFs), ne préserveront leur crédibilité auprès des investisseurs que pour autant qu'ils servent effectivement la préoccupation qui a conduit à leur émergence, à savoir celle de la lutte contre la pauvreté et pour l'émancipation sociale et économique.

Toute dérive qui consisterait à privilégier à tout prix l'impératif de rentabilité au détriment d'exigences qualitatives au niveau des investissements effectués, est de nature à porter préjudice au développement à moyen et long terme du secteur¹⁰. La place dans son ensemble devrait donc avoir le souci de ne voir ses acteurs intervenir que sur des projets présentant toutes les assurances de qualité requises¹¹.

5. SOUS L'ANGLE DES OPPORTUNITÉS POUR LA PLACE, LES FONDS D'INVESTISSEMENT EN MICROFINANCE NE DOIVENT PAS ÊTRE CONSIDÉRÉS À L'ÉTAT ISOLÉ

Nous avons noté précédemment qu'alors que le secteur des Fonds d'investissement en microfinance présente un potentiel de développement certain, il reste relativement modeste à l'heure qu'il est (cf. ci-avant 3.4 et 3.5). Par ailleurs, nous constaterons dans la suite de la présente étude qu'en termes de profitabilité, ce segment du marché des Fonds sera le cas échéant moins performant que d'autres pour les prestataires de service (cf. ci-après 9.2.).

Cependant, on commettrait une erreur si, pour apprécier les opportunités que le secteur offre à la place financière de Luxembourg, on méconnaissant les rapports qu'il entretient avec d'autres activités présentant un intérêt pour la place.

D'une part, en effet, les Fonds d'investissement en microfinance méritent d'être considérés dans le contexte plus large des Fonds d'investissement dits « socialement responsables ». D'autre part, les services financiers que la microfinance requiert ne se limitent pas aux services aux Fonds d'investissement en microfinance, comme l'illustre l'exemple de la titrisation.

¹⁰ Une certaine inquiétude perce à ce propos dans le passage suivant de l'intervention de Mme Maria Novak lors de la Conférence de Paris mentionnée en introduction : « *Today, we find ourselves in a rather strange situation. On the one hand, there is emphasis on the fight against poverty and the social impact of microfinance, the choice tool for reaching the Millennium Development Goals ; on the other hand, there is the call for a strict business approach and a leading role for banks. At a time when businesses are signing on to (...) socially responsible investments, microfinance seems to be turning its back to its roots and speaks only of profits and market share. It would be unfortunate to separate the two sides of the coin – the social and the financial - because it is precisely in the marrying of the social and the financial that microfinance innovates. The actions of all actors need to be supported. It is only through the cross-fertilisation of the different experiences that microfinance can move forward.* »

¹¹ Sous ce rapport, il est intéressant de noter que dans le sillage des agences qui font du *credit-rating* d'IMF, le *rating* social de ces institutions est en voie de faire son apparition (cf., en particulier, *Micro-Credit Ratings International Ltd* (M-CRIL)).

5.1. Fonds d'investissement en microfinance et Fonds d'investissement socialement responsables.

Alors que les Fonds d'investissement en microfinance ne représentent actuellement qu'une toute petite fraction du marché des Fonds d'investissement, il en va différemment si l'on se place sur le plan plus général des Fonds dits socialement responsables. Sans même parler des établissements qui n'offrent à leur clientèle que ce type de fonds, on constate que pour certains établissements « traditionnels », le segment des Fonds éthiques représente une part non-négligeable de leur activité ¹².

Or, on peut considérer que pour qui a la prétention de vouloir se positionner de manière significative sur le marché des Fonds d'investissement socialement responsables, l'aptitude à offrir à sa clientèle des opportunités d'investissement dans des Fonds d'investissement en microfinance constitue une composante importante.

5.2. La microfinance génère d'autres opportunités pour la place : l'exemple de la titrisation

Parmi les mécanismes de financement des IMFs figurent, et figureront sans doute de plus en plus, des opérations de titrisation ¹³ relativement auxquelles les acteurs de la place financière auront l'opportunité de prêter leurs services. ¹⁴

Les interférences avec le secteur des Fonds d'investissement en microfinance sont évidentes puisque la titrisation préalable de certains prêts aux IMFs facilitera et favorisera d'autant l'investissement de la part des Fonds d'investissement en microfinance. En fonction des caractéristiques des titres émis dans des opérations de titrisation, le problème de l'illiquidité relative des investissements dans les IMFs pourra devenir moins contraignant.

Il existe donc entre le développement du secteur des Fonds d'investissement en microfinance et l'activité de titrisation une interaction positive. Or, la place a des compétences et des services à offrir sur les deux créneaux.

¹² Selon les informations communiquées par le groupe Dexia en particulier, celui-ci aurait actuellement déjà plus de 10% des actifs en gestion affectés à des placements qualifiés de « socialement responsables » .

¹³ Blue Orchard, gestionnaire spécialisé en microfinance est ainsi à l'origine d'une opération de titrisation de 87.000.000 \$ avec, comme sous-jacent, des prêts à 14 IMFs (en majorité latino-américaines). Alors que cette opération a été lancée aux Etats-Unis, des opérations similaires seront certainement, à l'avenir, lancées à partir d'autres pays. Une opération de titrisation liée à la microfinance est d'ailleurs d'ores et déjà en voie de lancement à partir du Luxembourg.

¹⁴ Quant à la législation en vigueur au Luxembourg relative à des opérations de titrisation, cf. notre mémo *Summary of the law of 22nd March, 2004 on securitization*, sur le site www.ehp.lu ; (Legal topics, Corporate, banking, finance, securities and financial markets).

6. LES BESOINS EN BREF : UN GRAND BESOIN DE FLEXIBILITÉ DANS UN ENVIRONNEMENT SÉCURISÉ D'UN POINT DE VUE LÉGAL ET PRUDENTIEL ET FAVORABLE D'UN POINT DE VUE FISCAL.

6.1. Une grande exigence de flexibilité, notamment au niveau de la politique d'investissement.

6.1.1. Pour répondre aux besoins variés des IMFs, les Fonds d'investissements en microfinance doivent idéalement – sans préjudice à leur propre profil en termes de prise de risques notamment – pouvoir structurer leurs interventions à la fois sous forme d'investissement en capital, de prêts et de garanties.

En l'état actuel, des Fonds à finalité (prioritaire) de développement privilégient typiquement les investissements en capital, tandis que des Fonds à finalité (prioritaire) commerciale optent plutôt pour l'octroi de crédits sans pour autant qu'il n'y ait nécessairement d'exclusivité pour l'un ou l'autre mode d'intervention et sans exclure que les tendances évoluent sous ce rapport à l'avenir.

En tout état de cause, la possibilité d'investir dans d'autres Fonds d'investissement, y compris locaux, doit être assurée par la législation applicable.

6.1.2. Quels que soient les types d'instruments financiers (capital, dette...) qu'émettent les IMFs, ceux-ci ne bénéficient, en l'état actuel, pratiquement jamais d'une négociabilité en bourse ou sur un marché régulier. Tout Fonds entendant investir principalement en microfinance devra donc avoir la latitude d'avoir un portefeuille constitué de valeurs non cotées avec toutes les conséquences en découlant au niveau des exigences de liquidité et d'évaluation périodique de ses actifs. En particulier, le véhicule choisi doit permettre de moduler la faculté de sortie des investisseurs en fonction de la liquidité de ses investissements sous-jacents.

Alors que l'investissement en dette peut permettre une liquidité plus importante par une diversification appropriée du portefeuille, notamment par le nombre de prêts accordés et la diversification de leurs dates d'échéance, l'investissement en capital impliquera en général une illiquidité importante qu'on rencontre généralement dans les véhicules de *private equity* où les investisseurs doivent souvent accepter que leur mise est bloquée jusqu'à l'échéance du véhicule.

6.1.3. Pour autant qu'ils veuillent se ménager la faculté de faire des investissements en devises (et le cas échéant en monnaie locale des IMFs cibles) les Fonds d'investissement en microfinance devront avoir la faculté d'acquérir des instruments aptes à couvrir les risques de change en résultant. Pour ceux des Fonds accordant des prêts, la tendance semble cependant être de n'accorder ceux-ci qu'en dollars US ou en EUR en laissant à l'emprunteur le soin de se couvrir contre un éventuel risque de change.

6.1.4. Un moyen pour inciter des investisseurs institutionnels privés et, le cas échéant, des particuliers, à investir dans le secteur de la microfinance en dépit des risques relativement plus élevés liés à ce type d'investissement consiste à structurer des Fonds en tranches de risques variables, certains participants – initiateurs ou gérants du projet, institutions de développement ou acteurs engagés dans le secteur de la microfinance, acceptant de subordonner leur part d'investissement à celle d'autres investisseurs recherchant une moindre exposition. Logiquement, ces prises de risques différenciées devront se refléter au niveau des modes et niveaux de rémunération.

S'agissant de l'aspect « risque d'investissement », il semble par ailleurs que le secteur aurait tout intérêt à communiquer de manière soutenue y relativement : alors, en effet, que la microfinance sera souvent perçue à priori comme un secteur à risques renforcés, la pratique ne confirme pas nécessairement le bien-fondé de cette perception. Dans la mesure, par ailleurs, où le secteur de la microfinance apparaît généralement « décorrélé », dans son évolution, du secteur financier traditionnel des pays dans lesquels les IMFs sont implantées, il est même de nature à offrir, aux investisseurs, des opportunités de diversification des risques en portefeuille. Sous ce rapport, il est de plus en plus question de la microfinance comme « nouvelle classe d'actifs ».

6.1.5. Il convient aussi de signaler un double mouvement dont les Fonds d'investissement en microfinance auront le cas échéant à tenir compte de plus en plus dans la définition de leur politique d'investissement :

D'une part certaines IMFs élargissent leur champ d'intervention à la fois en élargissant l'éventail de leurs activités (acceptation de dépôts ; réalisation de transferts ; activités d'assurance...) et en augmentant la taille moyenne de leurs crédits, en incluant des petites ou moyennes entreprises parmi leur clientèle. Ce faisant ces institutions sont normalement amenées à adopter un statut de banque ou un statut similaire.

D'autre part, certaines banques traditionnelles commencent à dédier une part de leur activité à la microfinance.

Dans un cas comme dans l'autre, la question se pose à un moment donné pour les Fonds d'investissement en microfinance de savoir jusqu'à quel point des institutions mixtes de ce type resteront éligibles comme cibles d'investissement : quel est le mix d'activités admissibles ; à partir de quel montant un crédit cesse-t-il de relever du microcrédit? Autant de questions dont il faudra tenir compte dans la définition d'une politique d'investissement ¹⁵.

6.1.6. Dans un ordre d'idées similaire, il s'impose de noter qu'en fonction de l'implantation géographique d'une IMF, la microfinance est, toutes proportions gardées, à géométrie variable. Alors que dans tel ou tel pays en développement du Sud, un crédit de plusieurs dizaines de dollars peut constituer la norme, il pourra en être différemment dans tel ou tel pays des Balkans où la microfinance a également son rôle à jour.

De cela aussi la politique d'investissement d'un Fonds d'investissement en microfinance doit pouvoir tenir compte en fonction de son périmètre d'intervention géographique.

6.2 La recherche d'un environnement sécurisé sous l'angle légal et prudentiel

Sous cet angle, la situation et les besoins de Fonds d'investissement en microfinance ne diffèrent guère de ceux d'autres Fonds.

L'exigence d'une implantation dans une juridiction garantissant un contrôle prudentiel et une protection des investisseurs adéquats est particulièrement évidente pour des Fonds désireux de s'adresser à un public investisseur relativement large : la nécessité de mettre les investisseurs en confiance et celle de pouvoir assurer une distribution suffisamment large du Fonds sont des facteurs qu'il est impossible d'ignorer.

Cependant, on constate que même là où ces facteurs ne pèsent que dans une bien moindre mesure – notamment lorsque les investisseurs sont également les initiateurs/promoteurs du Fonds et lorsque celui-ci ne cherche pas l'ouverture au public – une nette préférence se fait jour pour des juridictions comportant un contrôle prudentiel effectif.

Ainsi, tandis qu'un Fonds précurseur comme *Pro Fund*, avec un petit cercle d'investisseurs constitué en majeure partie d'institutions de développement, a été constitué au Panama, des Fonds similaires hésiteront actuellement à s'établir dans des centres *off shore*. Les exigences en matière de *corporate governance* et de choix de leurs investissements auxquelles ces investisseurs (comme d'autres) doivent de plus en plus se soumettre, sont sans doute pour beaucoup dans cette évolution.

¹⁵ Cf, à ce propos, les critères proposés dans l'étude de M. Damien von Stauffenberg (*Quality label for microfinance investment funds*) pour l'identification des IMFs éligibles.

Il reste que, s'agissant de Fonds pour lesquels des facteurs tels que le contrôle prudentiel et la protection des investisseurs ne pèsent que dans une moindre mesure, des facteurs également importants tels que la rapidité de mise en place, la liberté de manœuvre et la modicité des coûts restent très tentants. Des places qui, sans être *off shore*, mettent à disposition un cadre réglementaire et fiscal relativement peu contraignant bénéficient à ce titre d'une attractivité certaine. On notera que *Africap*, un Fonds récemment constitué largement sur le modèle de *Pro Fund*, avec en bonne partie les mêmes investisseurs, a choisi Maurice comme lieu d'implantation.

6.3. Un environnement fiscal favorable

Ici encore, il n'y a guère de spécificités pour les Fonds d'investissement en microfinance par rapport aux Fonds d'investissement en général.

L'aspect fiscal est à facettes multiples : imposition du Fonds en tant que tel ; imposition de revenus de l'investissement dans les pays d'origine ; imposition des investisseurs ; imposition des services aux Fonds (TVA en particulier). Sous plusieurs de ces rapports, l'existence d'un réseau bien maillé de conventions contre la double imposition peut constituer le complément nécessaire d'un cadre fiscal apte à favoriser l'implantation de Fonds.

Même s'il était sans doute abusif de vouloir conclure à l'existence d'un lien de cause à effet unidimensionnel, il est significatif que deux Fonds d'investissement en microfinance s'adressant résolument à un public de particuliers sont établis aux Pays Bas, pays qui a mis en place un système d'incitation fiscale à l'attention des particuliers investissant dans des Fonds d'investissement « socialement responsables », parmi lesquels figurent en particulier les Fonds d'investissement en microfinance.

7. LES ATOUTS DES INSTRUMENTS QU'OFFRE LE LUXEMBOURG (ASPECTS LÉGAUX PRUDENTIELS ET FISCAUX)

7.1. Vue d'ensemble

Il y a plusieurs lois luxembourgeoises qui règlent la création et le fonctionnement de différents types de véhicules d'investissement. Ces lois précisent aussi les formes juridiques que ces véhicules peuvent adopter en se référant généralement aux dispositions générales de la loi du 10 août 1915 concernant les sociétés commerciales. Il n'est évidemment pas possible de discuter dans la présente étude dans le détail les multiples possibilités qu'offre la combinaison possible de ces différents types de véhicule d'investissement et des diverses formes légales prévues par les lois concernées.

Nous allons dès lors nous limiter à une description générale tout en nous concentrant sur des aspects qui peuvent être particulièrement importants dans le cadre de la structuration de Fonds d'investissement en microfinance.

Les véhicules d'investissement décrits ci-après sont tous soumis à la supervision de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (la « CSSF ») bien que le type de supervision puisse varier suivant la loi applicable. Par ailleurs, le régime fiscal peut varier suivant le type de véhicule concerné.

Après la description générale du régime légal, réglementaire et fiscal luxembourgeois, nous allons décrire plus spécifiquement certains aspects qui peuvent être d'une importance particulière pour la structuration de Fonds d'investissement en microfinance.

7.1.1. Types de véhicules d'investissement

7.1.1.1. La loi du 20 décembre 2002 (la « Loi de 2002 ») concernant les organismes de placement collectif réglemente les Fonds d'investissement qui émettent des actions au public par le biais d'une offre publique ou d'un placement privé et qui investissent le produit de l'émission de leurs actions dans un portefeuille d'investissement en conformité avec le principe de la répartition des risques. La loi de 2002 différencie dans ses parties I et II entre deux types de Fonds d'investissement :

- La partie I traite des organismes de placement collectif en valeurs mobilières (OPCVM) qui investissent exclusivement en valeurs mobilières, parts d'autres Fonds d'investissement, dépôts auprès d'établissements de crédit, instruments financiers dérivés et instruments du marché monétaire. Les valeurs mobilières (visant des actions, obligations et valeurs et instruments similaires) et les instruments du marché monétaire doivent être cotés en bourse ou traités sur un autre marché réglementé avec l'exception qu'un OPCVM peut placer ses actifs à concurrence de 10% dans des valeurs mobilières et autres instruments du marché monétaire non cotés ou non traités sur un marché réglementé. En outre de la restriction quant aux types d'investissements qu'un OPCVM peut acquérir, il doit investir en se conformant à des règles de diversification et de concentration imposées par la partie I de la loi de 2002 qui reflètent les restrictions imposées par la directive EU 85/611, dite Directive OPCVM. Par exemple, un OPCVM ne peut pas investir plus de 10% de ses avoirs dans des titres d'un même émetteur (règle de diversification) et ne peut pas acquérir plus de 10% des titres émis par un même émetteur (règle de concentration). Un OPCVM doit être ouvert au rachat, ce qui veut dire que les actionnaires doivent avoir le droit de demander à l'OPCVM de racheter leurs actions au moins deux fois par mois. Une fois que l'OPCVM a été autorisé par la CSSF, cette dernière va émettre une attestation confirmant que l'OPCVM satisfait aux exigences imposées par la Directive OPCVM et une fois que cette attestation, ensemble avec les documents constitutifs de l'OPCVM, auront été déposés auprès des autorités compétentes dans les autres pays membres de l'Union Européenne, l'OPCVM est autorisé à distribuer ses actions auprès du public dans ces pays.
- La partie II de la Loi de 2002 traite des Fonds d'investissement qui ne sont pas des OPCVM (OPC partie II). Un OPC partie II est défini comme un Fonds d'investissement qui investit dans des valeurs suivant le principe de la répartition des risques. Du fait de se référer à des *valeurs*, la partie II de la Loi de 2002 ne limite pas les investissements éligibles et, en conséquence, un OPC partie II peut investir dans tous types d'avoirs, y compris des titres non cotés et des prêts. La Loi de 2002 requiert que l'OPC partie II opère suivant le principe de répartition des risques mais n'impose pas des règles de diversification ou de concentration spécifiques. En conséquence, un OPC partie II peut investir dans des titres non cotés, peut investir une partie substantielle de ses avoirs dans un seul émetteur et il n'est pas limité quant au pourcentage maximum des titres d'un émetteur qu'il peut acquérir. La loi n'impose pas à l'OPC partie II des règles ou restrictions quant à la fréquence avec laquelle les actions doivent être rachetées à la demande des actionnaires. En conséquence, un OPC partie II peut être structuré comme Fonds fermé où les actionnaires ne peuvent sortir du véhicule que lors de sa liquidation à l'échéance. Un OPC partie II, une fois autorisé par la CSSF, peut être distribué auprès du public au Luxembourg mais, à la différence des OPCVM, il ne bénéficie pas d'un « passeport » européen qui lui permettrait de distribuer ses actions auprès du public dans d'autres pays de l'Union Européenne. Un OPC partie II peut dès lors en général être commercialisé en dehors du Luxembourg seulement en conformité avec les règles de placement privé applicables dans le pays concerné.

En résumé, on peut dire qu'un OPCVM doit opérer dans le contexte de règles d'investissement et de liquidité relativement contraignantes mais permet le placement de ses actions auprès du public dans l'Union Européenne. D'un autre côté, un OPC partie II est beaucoup plus flexible quant aux investissements éligibles et peut être mieux adapté à la liquidité éventuellement restreinte des investissements potentiels mais peut généralement être placé seulement auprès d'investisseurs sophistiqués ou institutionnels dans le cadre d'un placement privé.

7.1.1.2 La loi du 19 juillet 1991 (la « Loi de 1991 ») concernant les organismes de placement collectif dont les titres ne sont pas destinés au placement dans le public réglemente les Fonds d'investissement qui réservent leurs actions à un ou plusieurs investisseurs institutionnels et qui investissent le produit provenant de l'émission des actions dans un portefeuille d'investissement suivant le principe de la répartition des risques. Les règles (et la flexibilité) applicables à ces Fonds institutionnels sont très similaires à celles applicables aux OPC partie II créés sous la Loi de 2002 avec la différence principale que leurs actions sont réservées à des investisseurs institutionnels. La loi de 1991 ne comprend pas de définition du terme « investisseur institutionnel » mais la CSSF a pris la position que ce terme comprend les investisseurs institutionnels au sens strict (banques, compagnies d'assurance, Fonds d'investissement, fonds de pension, agences gouvernementales, fondations), les institutions financières investissant pour compte de leurs clients privés sur base d'un mandat de gestion discrétionnaire et les holdings familiaux. Il est actuellement prévu que la Loi de 1991 sera modifiée avant la fin de l'année 2006 de manière à prévoir que les actions émises par les Fonds d'investissement visés par cette loi peuvent être placées non seulement auprès d'investisseurs institutionnels mais également auprès d'investisseurs sophistiqués ou particulièrement avertis (d'une manière similaire que pour la SICAR (décrite ci-après) où un minimum d'investissement de 125.000 € est requis). De manière similaire que pour les OPC partie II soumis à la Loi de 2002, les actions des Fonds institutionnels peuvent être distribuées dans d'autres pays uniquement sur base de règles de placement privé locales. La CSSF applique une procédure d'agrément accélérée pour les Fonds institutionnels.¹⁶

7.1.1.3. La Loi du 15 juin 2004 (la « Loi SICAR ») concernant la société d'investissement en capital à risque (SICAR) traite des sociétés d'investissement dont l'objet est d'investir leurs fonds en valeurs représentatives de capital à risque. La Loi SICAR définit le placement en capital à risque comme l'apport de fonds directs ou indirects à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse. Les différences essentielles entre les OPC partie II régis par la Loi de 2002 et les SICAR peuvent être résumées comme suit :

- l'objet de la SICAR doit être d'investir en capital à risque défini comme l'apport de fonds directs ou indirects à des entités en vue de leur lancement, de leur développement ou de leur introduction en bourse. Les travaux préparatoires de la Loi SICAR clarifient que cette définition comprend tout type d'apport d'avoirs que ce soit sous forme de capital, dette ou financement du type « mezzanine » ou « bridge » ;
- les actions de la SICAR sont réservées à des investisseurs avertis et la loi prévoit notamment dans ce contexte un minimum d'investissement de 125.000 € ;
- la SICAR ne doit pas opérer selon le principe de la répartition des risques ce qui implique qu'elle peut investir dans un nombre limité d'émetteurs et, le cas échéant, un seul émetteur ;
- la SICAR est soumise à un régime de supervision quelque peu « allégé » dans la mesure où la CSSF n'exige pas (comme c'est le cas pour les Fonds d'investissement créés sous les lois de 2002 et de 1991) un « promoteur » mais s'assure uniquement que le gestionnaire a une expérience réelle en matière d'investissement en capital à risque.

De manière similaire que pour les OPC partie II et les Fonds institutionnels régis par la Loi de 1991, les actions de la SICAR peuvent en général être distribuées dans d'autres pays seulement sur base des règles de placement privé locales.¹⁷

7.1.2. Formes légales

Chacune des lois mentionnées ci-avant décrit les formes juridiques que le véhicule d'investissement créé sous son empire peut adopter.

La Loi de 2002 et la Loi de 1991 se réfèrent spécifiquement au fonds commun de placement, à la société d'investissement à capital variable, mais prévoient aussi qu'un Fonds d'investissement peut adopter toute autre forme légale. La Loi SICAR prévoit limitativement les formes de la société en commandite simple, la société en commandite par action, la société coopérative organisée sous forme de société anonyme, la société à responsabilité limitée et la société anonyme.

Nous nous limiterons ci-après à décrire brièvement les formes juridiques les plus courantes.

¹⁶ Pour plus de détails relatifs à la Loi de 2002 et la Loi de 2004, cf. notre mémo *Outline of the rules applicable to Luxembourg collective investment schemes*, sur le site www.ehp.lu ; (Legal topics, Investment funds and other investment vehicles).

¹⁷ Pour plus de détails relatifs à la Loi SICAR, cf. notre mémo *Setting-up a Luxembourg investment company in risk capital (société d'investissement en capital à risque, « SICAR »)*, sur le site www.ehp.lu, Legal topics, Investment funds and other investment vehicles).

7.1.2.1. Fonds commun de placement (« FCP »)

Le fonds commun de placement n'est pas une entité juridique, mais constitue une copropriété indivise d'avoirs gérés, pour le compte des propriétaires indivis, par une société de gestion qui prend, pour compte du FCP, toutes les décisions relatives aux investissements. En général, il n'y a pas de réunion de porteurs de parts et la société de gestion prend toutes les décisions pour compte du FCP.

Le FCP n'étant pas une entité juridique, il peut être un véhicule approprié dans des circonstances où une transparence fiscale est recherchée.

7.1.2.2. Société d'investissement à capital variable (« SICAV »)

La SICAV est une société anonyme dont le capital est variable du fait que ses statuts stipulent que le montant du capital est égal à tout moment à la valeur de l'actif net, le capital étant augmenté ou réduit automatiquement à la suite de l'émission ou du rachat d'actions. La SICAV est la forme juridique généralement utilisée pour les véhicules d'investissement du type ouvert. D'un point de vue légal, il est cependant possible de prévoir par une disposition appropriée dans les statuts que la SICAV est fermée au rachat (bien que cela ne soit pas possible pour une SICAV ayant adopté le statut d'OPCVM pour les raisons décrites ci-avant) et de la fermer également, par une décision correspondante de son conseil d'administration, à des souscriptions nouvelles.

Pour les SICAV, la Loi de 2002 prévoit que les actions doivent être entièrement libérées lors de leur souscription. Une souscription en différentes tranches peut dès lors, dans le cadre d'une SICAV, seulement être réalisée par le biais de souscriptions successives (et non pas par le biais d'actions partiellement libérées) qui peuvent faire l'objet, lors de la souscription initiale, d'un engagement de souscription.

7.1.2.3. Société d'investissement à capital fixe (« SICAF »)

La SICAF est une société anonyme traditionnelle avec un capital fixe. Pour assurer une certaine flexibilité pour l'émission d'actions supplémentaires, la SICAF est généralement créée avec un capital autorisé et le conseil d'administration est autorisé à émettre des actions supplémentaires et d'augmenter par ce biais le capital émis dans les limites du capital autorisé.

La possibilité de structurer l'émission d'actions de manière à ce que le prix de souscription soit constitué, pour partie en valeurs ordinaires et pour partie en prime d'émission, permet une flexibilité appropriée dans la mise en œuvre de la politique de distribution et/ou de remboursement de capital.

Par le biais de l'émission d'actions partiellement libérées, la SICAF permet la libération d'une partie du prix de souscription lors de la souscription initiale et le paiement du solde de manière échelonnée suivant les besoins de fonds de la SICAF. Par comparaison à la technique de l'engagement de souscription mentionnée ci-avant pour les SICAV, des actions partiellement libérées présentent certains avantages pour la société en ce qui concerne les mesures qu'elle peut prendre si un actionnaire ne répond pas à l'appel de fonds (i.e. de libération) du conseil d'administration, notamment par le biais de la suspension des droits de vote, la gelée des distributions et, le cas échéant, par le rachat forcé d'actions.

7.1.2.4 Société en commandite par actions (« SCA »)

La SCA, similaire au *limited partnership* des droits anglo-saxons, peut constituer un véhicule approprié dans les circonstances où le promoteur voudrait se prémunir contre le risque, généralement présent dans le cadre d'une société anonyme traditionnelle, qu'un ou plusieurs actionnaires majoritaires prennent le contrôle du véhicule d'investissement. En effet, dans le cadre d'une SICAV ou SICAF, ce sont les actionnaires qui désignent le conseil d'administration et c'est ce conseil qui nomme les gestionnaires. Ainsi, un actionnaire majoritaire pourrait prendre le contrôle du véhicule en remplaçant le conseil d'administration qui, à son tour, pourrait alors résilier le contrat de gestion qui lie la société au gestionnaire qui, en tant que promoteur, était à l'initiative de la création du véhicule.

La SCA a deux types d'actionnaires :

- (i) L'associé gérant commandité qui est responsable de la gestion de la SCA et qui, par le biais des dispositions de la loi sur les sociétés commerciales, répond indéfiniment des obligations de la société.
- (ii) Les associés commanditaires qui souscrivent des actions ordinaires et dont la responsabilité est limitée au montant de leur investissement.

Dans cette structure, le promoteur ou gestionnaire souscrit en général des actions de commandité à travers une société pour limiter le risque « illimité » qu'il encourt du fait de la détention des actions de commandité, et les investisseurs souscrivent des actions ordinaires.

L'associé gérant commandité peut seulement être remplacé comme gérant par une modification appropriée des statuts de la SCA mais une telle modification devrait préalablement être approuvée par l'associé gérant commandité, ce qui assure en fait que le gérant ne peut pas être remplacé sans son accord.

7.1.3. Supervision prudentielle

Tous les véhicules d'investissement prédécrits sont soumis à la supervision permanente de la Commission de Surveillance du Secteur Financier (« CSSF »). La nature de cette supervision peut cependant varier légèrement suivant la législation particulière applicable au véhicule concerné.

7.1.3.1. Pour tous les véhicules d'investissement prédécrits, des différentes lois applicables prévoient une supervision permanente par la CSSF qui est exercée lors de la création du véhicule, lors de l'exercice de ses activités d'investissement et lors de sa liquidation. Ainsi, lors de la création, la CSSF doit approuver tous les documents constitutifs et approuver le choix des dirigeants (y compris le(s) gestionnaire(s)), de l'administration centrale, de la banque dépositaire et du réviseur d'entreprises. En cours de vie du véhicule, d'activités, tout changement des documents constitutifs ainsi que tout changement dans les agents et prestataires de service prémentionnés doit être préalablement approuvé par la CSSF. Lors de la liquidation, la CSSF doit approuver le liquidateur et exerce sa surveillance jusqu'à la clôture de la liquidation.

Tous les agents et prestataires prémentionnés doivent donner satisfaction à la CSSF quant à leur réputation et expérience professionnelle. La banque dépositaire, qui est en charge de la garde des avoirs, doit être un établissement de crédit de droit luxembourgeois ou bien un établissement de crédit étranger (communautaire ou non suivant le type de véhicule concerné) établi à Luxembourg. Le réviseur d'entreprises, qui doit contrôler les documents comptables annuels, doit justifier d'une expérience professionnelle adéquate.

En cas de non-respect des dispositions légales et réglementaires applicables, la CSSF a la possibilité de retirer son agrément au véhicule concerné.

7.1.3.2. Pour les Fonds d'investissement créés sous la Loi de 2002 et la Loi de 1991, la CSSF exige qu'ils soient créés à l'initiative d'un « promoteur » que la CSSF définit comme étant « celui qui est à l'origine, qui donne l'impulsion et provoque la création de l'OPC, qui détermine l'orientation de son activité et qui bénéficie de sa réalisation ». La CSSF estime que le rôle de promoteur comporte en particulier « l'obligation de faire face, le cas échéant, à des demandes de réparation de dommages ayant pour origine d'éventuels manquements, irrégularités ou insuffisances constatées dans la gestion et l'administration de l'OPC » .¹⁸ Afin d'assurer que le promoteur puisse faire face à son obligation prédécrite, la CSSF exige en général que le promoteur soit une institution financière avec des assises financières appropriées.

Pour ce qui est des SICAR régies par la Loi de 2004, une telle exigence d'impliquer un « promoteur » n'existe pas. En effet, lors de la rédaction de la Loi SICAR, il a été estimé que les véhicules d'investissement du type *private equity* sont souvent créés à l'initiative de gestionnaires qui, en raison de leurs assises financières insuffisantes, risqueraient de ne pas être acceptés comme promoteur au sens de la pratique de la CSSF dans le cadre des Lois de 2002 et 1991. Les actions des SICAR étant réservées à des « investisseurs avertis », il a été considéré que, pour ce type de véhicule, il est suffisant que le gestionnaire puisse justifier une expérience professionnelle appropriée et qu'il n'est pas nécessaire qu'une institution financière soit impliquée pour assumer le rôle de promoteur.

¹⁸ Rapport d'activités 1990 de la CSSF, p. 55 et 56

7.1.4. Aspects fiscaux

7.1.4.1. Les Fonds d'investissement régis par la loi de 2002 et la loi de 1991 ne sont soumis au Luxembourg à aucune autre imposition que la taxe d'abonnement prévue par l'article 129 de la loi de 2002. Cette taxe est prélevée trimestriellement sur les avoirs nets au dernier jour du trimestre à un taux annuel de 0,05 %. Un taux réduit à 0,01 % est applicable, entre autres, aux organismes de placement collectif monétaires, aux Fonds institutionnels régis par la Loi de 1991 et pour les Fonds d'investissement régis par la Loi de 2002 (ou compartiments ou classes de ceux-ci) dont les actions sont réservées à des investisseurs institutionnels. Initialement, le taux de la taxe était de 0,06 % mais des réductions successives ont été introduites depuis 1990 pour en arriver au taux actuel mentionné ci-avant. Alors que cette taxe est souvent critiquée du fait qu'une taxe similaire n'existe pas dans d'autres juridictions propices à créer des Fonds d'investissement, elle présente l'avantage de la simplicité. Des discussions ont été engagées par les associations professionnelles et l'industrie avec le gouvernement pour continuer une réduction progressive de cette taxe ou en vue de son abolition pour certains types de véhicule d'investissement dont la nature ou la politique d'investissement le justifie pour des raisons objectives.

Les Fonds d'investissement ayant adopté la forme légale d'une société anonyme bénéficient des conventions contre les doubles impositions conclues entre le Luxembourg et une vingtaine de pays avec lesquels le Luxembourg a conclu un accord particulier. Il s'agit des pays pour lesquels l'administration fiscale luxembourgeoise s'est mise d'accord avec les autorités fiscales locales que les conventions contre la double imposition en vigueur trouvent application en rapport avec ces organismes de placement collectif ¹⁹. Pour un certain nombre d'autres pays avec lesquels le Luxembourg a conclu une convention contre la double imposition un tel accord n'a pas pu être trouvé.

7.1.4.2. Pour les SICAR, la Loi de 2004 a prévu un régime d'imposition complètement différent de celui prévu par la Loi de 2002. Cette loi prévoit un régime d'imposition de droit commun suivant lequel les SICAR sont soumises à l'impôt sur le revenu des collectivités, mais les revenus de la SICAR provenant de ses investissements en capital à risque ainsi que ceux provenant de la cession et la liquidation de ces investissements ne constituent pas des revenus imposables. Il en résulte qu'une SICAR pleinement investie dans un portefeuille constitué d'investissements en capital à risque n'est pas imposée sur les revenus provenant de ce portefeuille. Au vu de ce régime d'imposition de droit commun, les SICAR devraient pouvoir profiter des conventions contre les doubles impositions conclues par le Luxembourg dans une plus grande mesure que les Fonds d'investissement prémentionnés. La SICAR est, tout comme les autres organismes de placement collectif, exemptée de l'impôt sur la fortune.

7.1.4.3. Tant les organismes de placement collectif régis par la Loi de 2002 et la Loi de 1991 que les SICAR régies par la Loi de 2004 bénéficient d'un régime de TVA favorable dans la mesure où l'article 44 § 1 d) de la loi modifiée du 12 février 1979 concernant la taxe sur la valeur ajoutée prévoit que la *gestion* de ces véhicules est exonérée de la taxe sur la valeur ajoutée. Le terme de *gestion* est interprété par l'administration fiscale comme n'incluant pas seulement la gestion des investissements mais aussi la prestation de services administratifs et de banque dépositaire.

7.1.5. Aspects spécifiques

Il paraît utile de mentionner, pour compléter la description qui précède, certaines flexibilités que confèrent les législations prédécrites, ou certaines d'entre elles, et qui peuvent être importantes pour permettre la création d'un véhicule d'investissement adapté aux besoins spécifiques du promoteur.

¹⁹ Ils s'agit au 3 novembre 2005 des pays suivants : Allemagne, Autriche, Chine, République de Corée, Espagne, Finlande, Indonésie, Irlande, Malaisie, Malte, Maroc, Ouzbékistan, Pologne, Portugal, Roumanie, République slovaque, Singapour, Slovénie, Thaïlande, Trinité et Tobago, Tunisie, Turquie, Viêt-Nam) (source : Administration des Contributions Directes du Grand-Duché de Luxembourg)

7.1.5.1. La Loi de 2002 ainsi que la Loi de 1991 prévoient que les Fonds d'investissement créés sous ces lois peuvent être constitués avec des compartiments multiples correspondant chacun à une partie distincte du patrimoine du Fonds d'investissement tout en prévoyant que les droits des créanciers d'un compartiment sont limités aux actifs de ce compartiment, à l'exclusion des actifs des autres compartiments. Ceci permet la création, dans le cadre d'une seule entité juridique, de sous-fonds distincts qui peuvent poursuivre des politiques d'investissement différentes et dont les actions/parts peuvent être souscrites par des investisseurs différents. Il est à noter que, à ce stade, la loi sur les SICARs ne prévoit pas expressément la possibilité de la création de compartiments séparés, mais de telles structures ont été approuvées entretemps par la CSSF dans des circonstances spécifiques. Il est par ailleurs prévu de modifier sous peu la Loi SICAR de manière à permettre également pour les SICAR la création, de manière générale, de compartiments distincts.

7.1.5.2. Les différentes législations prémentionnées permettent la création, à l'intérieur d'un Fonds d'investissement où des compartiments de celui-ci, de différentes classes d'actions. Ces différentes classes peuvent avoir des caractéristiques différentes concernant la structure des commissions, les opérations de couverture, les types d'investisseurs visés, les politiques de distribution ou toutes autres spécificités particulières.

7.2. Appréciation : le Luxembourg dispose d'ores et déjà des outils légaux lui permettant de se positionner résolument sur le secteur des Fonds d'investissement en microfinance.

Au vu des caractéristiques des outils légaux prédécrits et de notre compréhension des besoins spécifiques des Fonds d'investissement en microfinance, il apparaît que les OPC partie II créés sous la Loi de 2002 ainsi que les SICAR sont les véhicules les plus adaptés aux besoins en la matière. La pratique semble confirmer cela dans la mesure où les Fonds d'investissement en microfinance luxembourgeois actuellement existants sont pour la plupart des OPC partie II et la quasi-totalité des projets en cours sont également des OPC partie II ou bien des SICAR.

7.2.1. OPC partie II

Au vu des caractéristiques que revêtent généralement les Fonds d'investissement en microfinance, la partie II de la Loi de 2002 s'avère être un cadre légal approprié. En effet, cette loi donne toutes les flexibilités nécessaires quant au choix de la forme juridique du véhicule d'investissement et offre aussi suffisamment de flexibilité quant au type d'investissements éligibles et quant aux contraintes de la relative liquidité ou illiquidité des investissements tout en assurant la protection des investisseurs, notamment par la surveillance exercée par la CSSF, le tout dans un cadre d'une imposition minimale au Luxembourg.

7.2.2. SICAR

La Loi SICAR est un cadre légal approprié si les investissements proposés peuvent être qualifiés de « capital à risque » au sens de cette loi, ce qui devrait généralement être le cas pour les investissements en microfinance.

Néanmoins, bien que le terme de « capital à risque » soit défini de manière large par la Loi SICAR et les documents parlementaires y relatifs (voir 7.1.1.3. ci-avant), les investissements visés doivent effectivement répondre à ces exigences sous peine de conséquences réglementaires et fiscales désavantageuses. En particulier doit on se poser la question si des prêts non-titrés à des IMFs d'une certaine taille, rémunérés par un intérêt proche des taux d'intérêts usuels du marché, peuvent encore être considérés comme « capital à risque » au sens de la Loi SICAR.

La Loi SICAR permet aussi à des gestionnaires ou promoteurs dotés d'une moindre surface financière de créer, sans le sponsoring d'une institution financière de taille, un véhicule d'investissement destiné à des investisseurs avertis dans le cadre d'un régime légal et réglementaire quelque peu assoupli par rapport au régime des organismes de placement collectif.

Le choix de la SICAR peut aussi être approprié dans des circonstances où la politique d'investissement, et surtout les investissements visés, sont de nature à faire de l'applicabilité des conventions contre la double imposition un élément important.

Enfin la SICAR, à l'opposé d'un OPC partie II, n'est pas soumise à l'exigence de la répartition des risques et se prête dès lors particulièrement lorsqu'il est envisagé de n'investir que dans un nombre limité de IMFs.

8. CONTRAINTES AU NIVEAU DE LA DISTRIBUTION DE FONDS D'INVESTISSEMENT EN MICROFINANCE

8.1. Parce que, en l'état actuel, les Fonds d'investissement en microfinance ne sont guère en mesure de se couler dans le moule d'un OPCVM, bénéficiant à ce titre d'un passeport européen, ils souffriront les restrictions en résultant au niveau de la possibilité de distribution.

Ainsi, aussi bien les OPC partie II que les SICAR pourront, sauf enregistrement à l'étranger, être distribués à l'étranger que conformément aux règles applicables aux placements privés, variables d'une juridiction à l'autre. Les SICARs ne pourront par ailleurs, y compris au Luxembourg, être distribués qu'auprès « d'investisseurs avertis » au sens de la Loi SICAR.

8.2. Une distribution publique, à l'étranger d'OPC partie II en particulier requiert l'enregistrement de tels fonds auprès des autorités étrangères compétentes. L'expérience montre qu'il s'agit d'une entreprise généralement difficile et longue à mettre en œuvre. Elle ne constitue pas pour autant une impossibilité : en particulier le « responsAbility Global Micro-finance Fund » (OPC partie II ayant adopté la forme légale d'un FCP) a pu obtenir son enregistrement en Suisse, au prix cependant d'une adaptation non négligeable de sa politique d'investissement telle que définie dans le prospectus d'origine.

8.3. Il convient cependant de souligner que ces restrictions à la commercialisation ne sont pas spécifiques à des Fonds d'investissement constitués au Luxembourg et ne peuvent être évitées que moyennant une constitution d'un Fonds dans le pays de distribution lui-même.

Par ailleurs, dans la mesure où des Fonds d'investissement en microfinance ciblent avant tout une clientèle institutionnelle, ces restrictions pèsent moins lourd que lorsqu'une distribution auprès du grand public est recherchée.

9. L'APTITUDE DES PRESTATAIRES DE SERVICES LUXEMBOURGEOIS À RÉPONDRE AUX BESOINS DES FONDS D'INVESTISSEMENT EN MICROFINANCE

9.1. Les compétences requises sont disponibles sur la place

9.1.1. Les services que les initiateurs de Fonds d'investissement en microfinance doivent trouver sur place pour pouvoir répondre aux exigences prudentielles sont avant tout ceux de la banque dépositaire, ceux d'agent administratif et de transfert et ceux de domiciliataire.²⁰ Fréquemment, ces services sont le fait d'un seul et même prestataire ou bien de prestataires différents faisant partie du même groupe.

9.1.2. Compte tenu de la nature des investissements effectués typiquement par des Fonds d'investissement en microfinance (prêts, titres non cotés), les fonctions de banque dépositaire et d'agent administratif requièrent des compétences spécifiques qui se rapprochent cependant de celles également requises pour d'autres types de Fonds d'ores et déjà présents sur la place (fonds private equity ; fonds immobiliers). Ceci est le cas, notamment, en ce qui concerne les procédures d'évaluation de titres non-cotés et de créances, et les aspects juridiques et opérationnels propres à l'acquisition de titres non-cotés, de créances et de prêts. Ces compétences existent donc sur la place, auprès de ceux des établissements du moins qui ont une activité étendue et diversifiée dans le domaine des Fonds d'investissement.

9.1.3. Le fait que les compétences requises de la part des prestataires de services ne sont pas fondamentalement différentes de celles que certains de ces prestataires ont d'ores et déjà pu développer en rapport avec d'autres Fonds dont ils ont la charge, constitue un atout critique. Compte tenu, en effet, des perspectives modiques de rentabilité de la prestation de services à destination de Fonds d'investissement en microfinance (cf. ci-après 9.2.), le développement de compétences, de pratiques et d'outils exclusivement pour les besoins de cette activité en particulier serait problématique.

9.2. Au prix d'une approche volontariste, les prestataires devraient pouvoir offrir leurs services à des conditions économiquement acceptables.

9.2.1. Si même le secteur des microcrédits s'est avéré être porteur de rentabilité, les marges qu'il permet de générer n'en restent pas moins modiques et, en tout cas, ne sont pas celles que l'on rencontre dans d'autres secteurs auxquels on tendrait, par d'autres aspects, à rapprocher la microfinance (private equity, venture capital ...).

De plus, les Fonds d'investissement en microfinance sont généralement de taille réduite, tout en requérant des services de banque dépositaire et d'agent administratif relativement intensifs en main-d'œuvre (comparés, en particulier, aux services prestés à des OPCVM investissant pour l'essentiel en titres cotés).

Une tarification à tous égards « normale » (c'est-à-dire alignée sur celle usuellement en vigueur pour des Fonds de nature comparable) peut donc s'avérer problématique, bien qu'une tarification essentiellement basée sur une base transactionnelle (plutôt que sur une base de valeur nette) est aussi pratiquée régulièrement dans d'autres secteurs d'investissement et notamment dans le cadre des fonds immobiliers (ou, cependant, le volume des différentes transactions dépassera typiquement celui des transactions faites par un Fonds d'investissement en microfinance).

9.2.2. De fait, l'intérêt des prestataires pour ce nouveau champs d'activité ne semble pas, actuellement, motivé en tout premier lieu par des perspectives de grande rentabilité : même si le secteur connaît un développement accéléré, le nombre des Fonds d'investissement en microfinance reste modique et nous n'avons pas gagné l'impression que les professionnels du secteur parieraient sur un développement du créneau tel qu'il acquerrait un poids critique en termes de rentabilité pour les prestataires de services.

²⁰ A l'instar de ce qui est le cas dans la branche en général, les gestionnaires seront généralement établis à l'étranger sans préjudice à la nécessité pour eux d'être approuvés par la CSSF dans le cadre de la procédure d'agrément du Fonds concerné.

Aussi la décision des prestataires de devenir actifs dans le secteur procède-t-elle, pour partie du moins, d'une approche volontariste. Tantôt celle-ci sera dictée par une disposition ponctuelle, le cas échéant favorisée par des considérations « d'image », à s'associer à une œuvre perçue comme « philanthropique » et porteuse d'une plus-value sociale particulière. Tantôt elle sera le produit d'une démarche stratégique commandée par le souci de se positionner dans le long terme dans une perspective qui fait du souci du développement durable un paramètre auquel le public en général et la clientèle en particulier sont censés attacher une importance toujours croissante. Des considérations plus circonstancielles peuvent faciliter la prise de décision : c'est le cas lorsqu'un projet de Fonds d'investissement en microfinance est présenté à un prestataire de services par un client préexistant qui désire compléter sa gamme des Fonds existante par un Fonds axé sur la microfinance.

Le fait que le secteur de la microfinance s'affirme à un moment où le Luxembourg s'est doté d'un nouvel instrument – celui de la SICAR – qui sera sans doute souvent retenu comme le plus adapté pour des Fonds d'investissement en microfinance est également propre à favoriser l'intérêt des prestataires pour de tels Fonds, désireux qu'ils peuvent être de se positionner sur le nouveau créneau des SICAR.

9.2.3. Les considérations qui précèdent ne doivent pas induire de malentendu : la prestation de services à des Fonds d'investissement en microfinance est perçue par les prestataires comme une activité économique à part entière qui doit (et peut) tenir la route sous l'angle d'une analyse « cost/benefit », même si des marges et une rentabilité moindres sont (du moins temporairement) acceptées, surtout dans la phase de démarrage, souvent relativement plus longue, de tels fonds.

Notons également qu'en l'absence, en l'état actuel, d'un « track-record » suffisant, il est difficile, à ce stade, aux prestataires de services d'évaluer de manière fiable les performances de leur activité dans le secteur.

9.2.4. Finalement, si les compétences et l'intérêt requis existent sur la place, il ne faudrait pas en conclure à une ruée des prestataires de services en direction des Fonds d'investissement en microfinance. Des initiateurs de tels Fonds, à la recherche d'offres de services concurrentes, ont pu être déçus par l'empressement tout relatif des prestataires à répondre à leur demande. A moins d'un développement très accéléré du secteur à brève échéance, il est raisonnable d'escompter que quelques prestataires occuperont – par choix délibéré – une position privilégiée dans celui-ci pendant qu'un assez grand nombre restera en retrait, en quelque sorte en phase d'observation.

C'est l'occasion d'aborder un aspect qui reste souvent à l'état de non-dit : l'émergence d'un secteur financier dit éthique – dont celui des Fonds d'investissement en micro-finance fait partie intégrante – lance un défi de taille au monde de la finance et aux professionnels qui l'animent. D'une approche unidimensionnelle dans laquelle le résultat financier (en principe aisément mesurable) constitue le seul critère pertinent de succès, on passe à une approche pluridimensionnelle dans laquelle un critère qualitatif d'utilité sociale (au demeurant difficilement mesurable) se voit reconnaître un rôle central. Ceci ne rend pas seulement l'activité du professionnel plus difficile, car plus complexe. L'essence même de cette activité s'en trouve affectée, tout comme se trouve affecté le « Selbstverständnis » de ceux qui l'exercent, ne fut-ce que par ce questionnement *a contrario* auquel il est difficile d'échapper : si un volet de l'activité financière se voit taxé d'« éthique », qu'en est-il du reste de cette activité? C'est, parmi d'autres raisons, pour cela que le concept de « finance éthique » peut provoquer de la gêne dans les milieux financiers. C'est également cela qui fait que le fait de s'engager dans le secteur relève d'une décision stratégique et politique au sens large du terme.

10. IL APPARAÎT QUE LE LUXEMBOURG EST D'ORES ET DÉJÀ BIEN POSITIONNÉ SUR LE MARCHÉ NAISSANT DES FONDS D'INVESTISSEMENT EN MICROFINANCE.

10.1. Le constat

L'étude réalisée par Goodman identifiait, en 2004, neuf Fonds d'investissement en microfinance qu'il qualifiait de *Commercial Microfinance Investment Funds*²¹. Parmi ceux-ci, trois étaient établis à Luxembourg²², deux aux Pays-Bas, trois aux Etats-Unis et un aux Iles Caïman. Le profil des deux Fonds néerlandais²³ comme Fonds s'adressant essentiellement à des épargnants résidents bénéficiant par ailleurs d'un mécanisme d'incitation fiscale explique aisément leur implantation aux Pays-Bas.

A l'échelle européenne en particulier il apparaît ainsi que le Luxembourg est, depuis le départ, bien positionné sur un marché naissant.²⁴ L'évolution récente et en cours confirme ce constat puisqu'une série de projets viennent d'être lancés²⁵, l'instrument de la SICAR en particulier semblant confirmer son aptitude à répondre aux attentes des initiateurs des Fonds d'investissement en microfinance.

10.2. Les motifs d'implantation au Luxembourg

10.2.1. A un niveau très général, les raisons qui amènent les initiateurs de Fonds d'investissement en microfinance à choisir le Luxembourg comme lieu d'implantation ne sont pas véritablement différentes de celles prévalant pour les Fonds en général : reconnaissance de la place comme centre de compétences pour Fonds d'investissement, offrant à la fois une surveillance prudentielle effective et une flexibilité suffisante ; variété et flexibilité des instruments juridiques disponibles ; cadre fiscal favorable, tout particulièrement pour ce qui est des SICAR.

10.2.2. A un niveau plus spécifique, les atouts suivants en particulier peuvent être identifiés :

10.2.1.1. Le fait que certains Fonds d'investissement en microfinance se trouvent d'ores et déjà établis et aient donc passé le « test » de l'autorisation à recevoir de la part de l'autorité de surveillance qui comprend la nature particulière et les besoins spécifiques de ce type de véhicule (phénomène « précédent » ou « boule de neige ») ;

10.2.1.2. Le fait que des *gestionnaires* spécialisés en Fonds d'investissement en microfinance aient d'ores et déjà été approuvés par la CSSF après examen de leur statut, surface financière et expérience.

10.2.1.3. La flexibilité particulière de l'instrument de la SICAR, combinée avec un régime fiscal particulièrement attractif sous l'angle à la fois de la taxe d'abonnement, de l'imposition des revenus, de la possibilité de tirer profit des conventions contre la double imposition et de la TVA.

²¹ Pour la catégorisation, cf section 3 ci-avant.

²² Axa World Funds – Development Debt fund ; Dexia Microcredit Fund ; Responsibility Global Microfinance Fund

²³ Triodos Fair Share Fund et ASN-Novib Fund. Entre-temps, un troisième fonds, le Oeko-Kredit Fund, au profil comparable aux deux précédents, est venu s'ajouter à la liste.

²⁴ Et il n'est pas non plus sans intérêt de noter que le Luxembourg a su tenir un rôle précurseur dans l'étude du secteur, avant même l'année des Nations Unies pour la microfinance : Ainsi, l'étude réalisée par Goodman à l'initiative de ADA dès 2003 a-t-elle été qualifiée de « pioneering study » (Brugger et Duggal, précitée en note 3).

²⁵ Au courant du 3^e trimestre 2005, deux nouveaux véhicules au moins ont été approuvés par la CSSF, dont un OPC partie II ayant adopté la forme légale d'une SICAV (« Saint Honoré Microfinance », initiée par la Compagnie Financière Edmond de Rothschild Banque) et une SICAR (« La Fayette Investissement », initiée par Horus Development Finance). Plusieurs autres projets sont en cours de lancement.

10.2.1.4. L'expérience indiscutable de certains prestataires de service luxembourgeois en matière de cogestion (*pooling*) facilitant la gestion des investissements et permettant des économies d'échelle en dépit de la nécessité de créer, à des fins de distribution, des classes multiples, notamment pour pouvoir offrir des tranches de risque différentes à des investisseurs en fonction de leur statut, leur objectif d'investissement, et permettant de cette manière de combiner au sein d'un même véhicule des finalités d'investissement différentes (finalités de développement/finalités commerciales, cf. ci-avant sub 4.).

10.2.1.5. Le fait que bien que les caractéristiques des Fonds d'investissement en microfinance ne permettent pas de les structurer comme OPCVM, statut qui leur conférerait un passeport pour la distribution auprès du public dans l'Union Européenne, l'existence du cadre réglementaire impliquant la supervision de la structure luxembourgeoise par la CSSF, permet un enregistrement pour la distribution au public dans certains pays, dont notamment les Pays-Bas et la Suisse (exemple *Responsibility Global Microfinance Fund (OCP partie II)* qui a obtenu son enregistrement en Suisse). Dans ce contexte, le Luxembourg présente un avantage manifeste par rapport aux juridictions où un tel régime réglementaire n'existe pas ou n'est pas reconnu de la même manière dans les pays de commercialisation.

10.3. Les facteurs potentiellement dissuasifs

10.3.1. Nous n'avons eu connaissance que d'un seul cas dans lequel, après que le Luxembourg ait été envisagé comme lieu d'implantation d'un Fonds d'investissement en microfinance – prévu pour être constitué sous forme de SICAR – le Fonds a fini par être constitué dans une autre juridiction. En l'occurrence, les raisons étaient essentiellement d'ordre fiscal, mais en partie du moins elles se sont entretemps avérées objectivement sans fondement.²⁶

10.3.2. Les incertitudes quant à l'attitude que les administrations fiscales étrangères adopteront vis-à-vis des SICAR's pour les besoins de l'application des conventions contre les doubles impositions sont de nature à poser problème aux initiateurs de projets.

10.3.3. Bien que la taxe d'abonnement perçue sur les Fonds d'investissement créés sous la Loi de 2002 et la Loi de 1991²⁷ constitue, au vu de la politique d'investissement proche du *private equity* des Fonds d'investissement en microfinance, une charge à l'apparence négligeable, il n'en est pas moins qu'elle constitue manifestement un facteur dissuasif qui revient dans chaque étude comparative faite par des promoteurs en vue du choix du lieu d'implantation des véhicules d'investissement.

10.3.4. Pour des Fonds avec concentration géographique, le choix d'un lieu d'implantation plus proche des cibles et pays d'investissement peut être tentant pour des raisons diverses, dont l'existence d'un bon réseau de conventions contre la double imposition. On notera par exemple le choix, par le Fonds *Africap* et le Fonds « *Investisseur et Partenaire pour le Développement* », de l'Ile Maurice comme lieu d'implantation.²⁸

10.3.5. Enfin, le facteur coût, directement lié au choix d'un environnement plus réglementé, pèse assurément de son poids. Cependant, alors que le coût est en soi un facteur particulièrement sensible pour les Fonds d'investissement en microfinance – à la fois en raison de la taille moyenne modique de ces Fonds et en raison des marges à leur tour relativement réduites qu'ils sont en mesure de réaliser sur leurs investissements – la marge de manœuvre pour le choix de juridictions peu réglementées (et le cas échéant sensiblement moins chères) s'avère aller en se réduisant (cf. ci-avant sub. 6.2.).

²⁶ A l'époque, il subsistait un doute quant à la question de savoir si des prêts non titrisés accordés par des SICAR allaient être considérés par l'administration fiscale comme des « valeurs mobilières » au sens de l'article 166 bis alinéa 5 de la loi modifiée du 4 décembre 1967 concernant l'impôt sur le revenu (modifiée dans le sens par la loi du 15 juin 2004 relative à la Sicar) de sorte que les revenus parvenant de l'octroi de tels prêts bénéficiaient du régime fiscal favorable prévu par la loi. Depuis lors, il semble que, en pratique, l'administration des contributions accepte que les prêts accordés par les SICAR bénéficient de cette exemption à condition qu'ils constituent du « capital à risque » et que les prêts présentent un caractère minimal de cessibilité.

²⁷ au taux de 0,05% p.a. sur les avoirs nets, réduit à 0,01% p.a. pour les fonds/classes réservés à des investisseurs institutionnels

²⁸ Cf tableau figurant *in fine* de l'étude de Goodman

10.3.6. Le marché national relativement restreint du Luxembourg avec, en conséquence, le caractère à prédominance internationale de l'industrie des Fonds d'investissement luxembourgeois, implique un potentiel de distribution nationale auprès du public relativement limité alors que, à l'exception d'une distribution auprès du public au Luxembourg, une distribution au public à l'étranger est en général limitée aux OPCVM (cf. ci-après sub 8) dont les contraintes d'investissement imposées par la réglementation européenne ne sont en général pas compatibles avec les politiques d'investissement des Fonds d'investissement en microfinance. La distribution d'un véhicule luxembourgeois à l'étranger sera dès lors en général limitée par les contraintes d'un placement privé. Ces facteurs sont susceptibles d'inciter les promoteurs à créer le véhicule plutôt dans le principal pays de distribution.

10.3.7. Un facteur dont il est difficile d'évaluer l'incidence, est celui de l'image que l'on se fait, notamment à l'étranger, de la place financière de Luxembourg. Dans cette perception, des vocables tels que « profit oriented », « tax haven » ou « compétence en domiciliation de fonds » sont sans doute plus présents que ceux de « développement durable », « ethical banking » et « Fonds socialement responsables » .

Il est difficile d'apprécier dans quelle mesure ce facteur psychologique peut constituer un frein au choix de la place comme lieu d'implantation d'un Fonds d'investissement en microfinance. Le professionnalisme des acteurs, et notamment des initiateurs de tels fonds, devrait minimiser, sinon éliminer, des considérations de ce type. En tout état de cause, le fait qu'une série de Fonds d'investissement en microfinance aient d'ores et déjà trouvé le chemin du Luxembourg, devrait contribuer à venir à bout de certaines résistances. Ceci à condition bien sûr que la place sache (et veuille) faire de l'investissement socialement responsable une composante à part entière de son image.

10.4. Absence d'obstacles dirimants à une implantation au Luxembourg

En tout état de cause, les contacts que nous avons pu nouer pour les besoins de la présente étude, ne nous ont pas amené à identifier l'un ou l'autre élément qui, en l'état actuel, handicaperait *de manière décisive* le Luxembourg comme lieu d'implantation de Fonds d'investissement en microfinance.

11. QUELLES AMÉLIORATIONS POSSIBLES ?

11.1. Constat d'ensemble

Il se dégage de l'ensemble de l'analyse qui précède que moyennant le cadre législatif, réglementaire et fiscal dont il est doté, le Luxembourg se prête d'ores et déjà tout à fait à l'implantation de Fonds d'investissement en microfinance.

Sans qu'il s'agisse de nier la spécificité, à divers égards, de tels fonds, on peut, d'une manière générale, constater que les atouts du Luxembourg comme centre d'implantation d'organismes collectifs de placement valent tout à fait pour des Fonds d'investissement en microfinance. Ceci est particulièrement vrai depuis que le Luxembourg s'est doté de l'instrument nouveau de la SICAR qui, sans être le seul véhicule éligible pour des Fonds d'investissement en microfinance, paraît s'avérer être un instrument de choix à cet effet.

Compte tenu du constat – positif – qui précède, les propositions d'amélioration du cadre existant sont nécessairement soit ponctuelles, soit principalement destinées à améliorer la visibilité de la place comme lieu d'implantation de Fonds d'investissement en microfinance.

11.2. Abolition de la taxe d'abonnement pour les Fonds de microfinance

Compte tenu de la sensibilité du facteur coût pour les Fonds d'investissement en microfinance (cf. ci-avant 9.2.), toute mesure permettant de réduire les coûts d'implantation et de fonctionnement de Fonds de ce type seront appréciés à leur juste valeur. Ceci est particulièrement vrai au niveau de la phase de démarrage, en raison du temps relativement plus long que des Fonds d'investissement en microfinance mettront souvent à « s'investir », rendant d'autant plus aiguë, dans un premier temps, la problématique de la « taille critique » .

En particulier – mesure relativement aisée à mettre en place – une suppression de la taxe d'abonnement pour ces Fonds serait la bienvenue, si même son impact financier sera très modique. Pareille mesure, le cas échéant liée à d'autres, pourrait aussi être mise au service d'une meilleure visibilité des atouts de la place pour le secteur des Fonds d'investissement en microfinance. Une initiative a été prise à ce sujet par le récent dépôt d'une proposition de loi tendant à exempter les Fonds dont l'objet exclusif est l'investissement dans les institutions de microfinance.²⁹ Il sera probablement nécessaire de préciser d'avantage la notion d'« investissement dans les institutions de microfinance » utilisée dans la proposition de loi³⁰, mais il ne fait aucun doute qu'une telle mesure, surtout si elle pouvait encore devenir d'application au cours de l'« année du microcrédit », ou peu après, serait de nature à souligner l'image de marque de la place financière dans ce domaine.

De plus, compte tenu du volume cumulé actuellement encore réduit des Fonds d'investissement en microfinance implantés au Luxembourg, une telle mesure ne résulterait pas dans une *perte* significative de recettes fiscales par l'Etat.

11.3. Système d'incitation fiscale aux épargnants/investisseurs

La mise en place, au bénéfice des résidents fiscaux luxembourgeois, d'un mécanisme favorisant fiscalement l'épargne investie dans des Fonds d'investissement en microfinance constituerait une mesure appréciable.

Elle favoriserait l'implication dans ce secteur, au-delà des professionnels de la finance, du public épargnant et permettrait le cas échéant à certains Fonds d'investissement en microfinance de vaincre (ou du moins de réduire) le handicap lié à la modicité de leur volume. Ce serait également un moyen, pour le Luxembourg, de manifester le fait qu'il ne se voit pas seulement comme centre de services pour Fonds d'investissement en microfinance mais qu'il est, au-delà, intéressé à assurer un ancrage luxembourgeois de tels fonds.

L'expérience luxembourgeoise de la loi Rau constitue un précédent pour ce type de mesure. Le souci du gouvernement que cette loi risquait d'être en discordance avec la législation européenne du fait qu'elle favorisait exclusivement les investissements dans l'économie nationale en octroyant des avantages fiscaux aux contribuables investissant, directement ou indirectement, dans des sociétés de capitaux résidentes et qui est, du moins partiellement, à l'origine de l'abrogation graduelle de cette loi, ne seraient pas de mise dans le cadre d'un mécanisme favorisant fiscalement l'épargne investie dans des Fonds d'investissement en microfinance créés à Luxembourg.

Le système en place aux Pays Bas est là pour confirmer la faisabilité – légale et pratique – d'un tel mécanisme. Le succès de ce système est là pour en confirmer l'opportunité.

11.4. Etoffer le réseau des conventions contre la double-imposition

Bien qu'il s'agisse d'une tâche dont l'intérêt dépasse de loin celui des seuls Fonds d'investissement en microfinance, le Luxembourg devrait favoriser la conclusion d'un nombre croissant de conventions contre la double imposition en s'assurant d'emblée de leur applicabilité aux Fonds d'investissement.

²⁹ proposition de loi n° 4580 déposée par le député Ben Fayot le 31 mai 2005

³⁰ Cf en particulier sous ce rapport les critères proposés dans l'étude précitée de M. Damien von Stauffenberg dont le mérite est d'être aisément applicables et, au besoin, vérifiables.

11.5. Création d'un label pour les Fonds d'investissement en microfinance ³¹

A l'heure où le « labelling » de l'investissement socialement responsable se développe de manière accélérée, la création, au Luxembourg, d'un label pour les Fonds d'investissement en microfinance présenterait de l'intérêt sous plusieurs angles :

- D'une part, la mise en place de mécanismes d'incitation fiscale (par un système d'incitation à destination des épargnants résidents luxembourgeois) dépend dans une certaine mesure de l'existence de processus de labelling puisque celui-ci peut contribuer à identifier les Fonds éligibles pour de tels avantages ³².
- D'autre part, la création d'un label pour les Fonds d'investissement en micro-finance permettrait de veiller au respect des exigences de qualité et de fidélité à l'objectif de développement dont nous avons antérieurement souligné l'importance (cf. ci-avant 3.2.). La crédibilité du secteur et de la place ont, sous ce rapport, tout à y gagner. Ceci suppose évidemment que les critères et procédures d'attribution répondent à des standards élevés et qu'on résiste à toutes velléités de mise en place d'un label de « complaisance », à finalité purement promotionnelle.
- Enfin, et sans préjudice à ce qui vient d'être dit à propos de l'exigence de qualité, la création d'un label pour des Fonds d'investissement en microfinance permettrait à la place de donner plus de visibilité à son activité et à ses compétences dans le secteur.

11.6. Les compétences disponibles doivent se faire reconnaître – la visibilité du secteur doit être promue

Dans une très large mesure, les initiateurs (potentiels) de Fonds d'investissement en microfinance ne proviennent pas du secteur financier luxembourgeois que, par conséquent, ils ne connaissent pas nécessairement. Par ailleurs, au sein de l'industrie des Fonds au Luxembourg, la microfinance n'occupera par définition jamais qu'une niche quantitative réduite. Dans ces conditions, il est important que la place s'attache à promouvoir la visibilité de son activité dans le secteur et que les prestataires engagés sur celui-ci soient facilement identifiables.

Pour autant que la place financière de Luxembourg veuille effectivement renforcer son activité dans le secteur celui-ci devrait dès lors bénéficier d'une place à part entière au niveau de la stratégie de communication et de présentation vers l'extérieur.

La visibilité du secteur pourrait par ailleurs être utilement promue par l'édition, par la CSSF, d'une circulaire spécifique aux Fonds d'investissement en microfinance, à l'exemple de ce qui s'est fait pour les « hedge funds » (circulaire CSSF 02/80 du 5 décembre 2002).

³¹ Cf également à ce propos, outre l'étude précitée de M. Damien von Stauffenberg, le rapport de Mme Nathalie Dogniez quant aux conclusions du groupe de travail institué au sein de l'ALFI pour une « *Proposal for recognition of Socially Responsible Investment Funds* ».

³² Nous ne pensons cependant pas que l'exemption des Fonds d'investissement en microfinance de la taxe d'abonnement soit conditionnée par la mise en place préalable d'un label.

12. CONCLUSION

C'est sans *a priori* que nous avons abordé la présente étude. Le secteur sous analyse, celui des Fonds d'investissement en microfinance, n'étant qu'en phase de développement, nous n'étions pas d'emblée en possession de la réponse à la question centrale : dans quelle mesure le Luxembourg se prête-t-il à l'implantation de Fonds d'investissement en microfinance?

Le constat que nous sommes amenés à effectuer sur base du cadre légal existant se couvre avec celui que l'observation de la pratique impose : oui, le Luxembourg est en position de devenir un lieu d'implantation privilégié de Fonds d'investissement en microfinance.

Par delà la présence d'un cadre légal adéquat, l'existence des compétences requises de la part des prestataires de services, combinée avec leur volonté – d'ordre largement volontariste – de jouer leur rôle sur le marché naissant des Fonds d'investissement en microfinance est un facteur décisif de succès de la place en la matière.

Octobre 2005

Copyright © 2005 ATTF – Agence de Transfert de Technologie Financière, Luxembourg

avec le support du



LE GOUVERNEMENT
DU GRAND-DUCHÉ DE LUXEMBOURG